



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

행정학석사 학위논문

법인회생절차를 통한 기업회생의
성과에 대한 연구
- 재정지출의 효율성을 중심으로 -

2020년 8월

서울대학교 행정대학원
행정학과 행정학전공
정 준 석

법인회생절차를 통한 기업회생의 성과에 대한 연구

- 재정지출의 효율성을 중심으로 -

지도교수 권 일 응

이 논문을 행정학석사 학위논문으로 제출함
2020년 4월

서울대학교 행정대학원
행정학과 행정학전공
정 준 석

정준석의 석사 학위논문을 인준함
2020년 6월

위 원 장 김 상 현



부위원장 이 석 원



위 원 권 일 응



국문초록

본 연구의 목적은 법원을 통한 구조조정절차로서 법인회생절차에 대한 재정지출의 효율성을 높이기 위한 방향성을 제시하는 것이다.

법원을 통한 구조조정절차인 회생절차에 대한 수요와 참여가 증가하고 있다. 본 연구에서는 신용보증기금이 참여한 법인회생절차의 자료를 활용하여 재정지출의 효율성 측면에서 기업회생의 성과에 대해서 분석했다. 법원의 인가결정에 영향을 미치는 요인에 대해서 분석하고, 채무면제비율을 통해 공공부문 재정지출의 효율성을 분석했으며, 회생기업들에 대한 분석을 통해 지원대상기업의 적절한 선정에 대해서도 살펴보았다. 연구모형에 있어서 종속변수가 되는 법원의 인가결정 및 기업회생이 이항 더미 변수라는 점을 고려하여 로지스틱 회귀분석을 기본으로 활용했다. 또한, 법원을 통한 구조조정절차가 일련의 단계를 통해서 이뤄지는 점을 고려할 때, 표본선택편의(sample selection bias) 문제의 발생 가능성에 착안하여 Heckman의 표본선택모형을 활용하여 분석했다. 주요 분석 결과는 다음과 같다. 법원의 인가결정은 채무면제비율이 낮을수록, 그리고 총부채 규모가 클수록 긍정적 영향을 받는다. 공공재정지출의 기업회생에 대한 분석에 있어서, 구주주의 최종지분율은 부정적 조절효과를 보이는 것으로 확인되었으며, 조절변수인 구주주의 최종지분율의 크기에 따라서 공공재정지출의 회생여부에 대한 효과가 유의하지 않을 수 있는 것으로 추정되었다. 지원대상기업의 선정에 있어서 총부채 규모, 담보물 보유 여부, 제1금융권 외부채비율, 계속기업가치 비율이 회생여부에 유의미한 영향을 주는 것으로 나타났다.

본 연구는 10년간이 소요되는 법원을 통한 회생절차의 효과를 인가 이후 단계에 대해서 추적 분석하였다는 점에서 의미를 가지며, 정부재정지출의 측면에서 실증분석하였다는 점에서 기존 연구와 차별점이 있을 것이다. 연구를 통해서 회생절차에 대한 재정지출에 관해서 관심을 두고 효율성을 높이기 위한 정책 방향이 마련되기를 기대한다.

연구에 있어서 자료수집의 제약과 표본선택편의의 문제가 남아 있을 수 있다는 점은 한계가 될 수 있다. 자료수집의 원천을 다양화하고 회생기업의 성과에도 주목할 수 있기를 기대한다. 또한, 표본선택편의의 문제와 조절효과의 문제에 대한 추가 분석을 통해 법인회생절차에 대한 재정지출과 관련된 후속연구가 이뤄지기를 기대한다.

주요어 : 법인회생절차, 기업회생, 재정지출, 효율성, 채무면제이익,
Heckman 표본선택모형

학 번 : 2018-22715

목 차

제 1 장 서론	1
제 1 절 연구배경	1
제 2 절 연구필요성 및 목적	4
1. 연구필요성	4
2. 연구목적	7
 제 2 장 이론적 논의와 선행연구 검토	9
제 1 절 재정지출의 효율성	9
1. 정부재정	9
2. 재정지출의 효율성	10
제 2 절 조절효과	11
제 3 절 기업희생	12
제 4 절 채무자 희생 및 파산에 관한 법률	14
제 5 절 선행연구의 검토	15
 제 3 장 연구설계 및 방법론	19
제 1 절 연구가설 및 연구모형	19
1. 연구가설	19
2. 연구의 분석틀	26
3. 연구모형	28
제 2 절 연구대상 및 범위	32
제 3 절 변수의 측정 및 분석방법	34
1. 자료의 수집방법	34
2. 인가결정의 주요요소 측면의 분석	35

3. 재정지출의 효율성 측면의 분석	37
4. 공공지출을 통한 지원 대상기업의 선정기준 분석	39
제 4 장 분석 결과 및 논의	42
제 1 절 기술통계량	42
1. 종속변수	43
2. 독립변수	43
3. 조절변수	44
4. 통제변수	46
제 2 절 상관분석	48
제 3 절 로지스틱 회귀분석	50
제 4 절 Heckman의 표본선택모형분석	52
1. 재정지출의 효율성 측면 분석	52
2. 공공지출 지원대상기업 선정기준 분석	54
제 5 절 가설검정 결과와 해석	56
제 5 장 결론	63
제 1 절 연구의 요약	63
제 2 절 정책적 시사점 및 한계	65
1. 정책적 시사점	65
2. 연구의 한계 및 향후 연구과제	66
참고문헌	68
Abstract	73

표 목 차

[표 1] 희생 상황과 희생에 대한 조작적 정의	13
[표 2] 선행연구의 요약	18
[표 3] 신용보증기금 신용보험 연도별 현황	33
[표 4] 신용보증기금 참여 법인희생 사건 추이	35
[표 5] 변수의 정리	41
[표 6] 변수의 기술통계량	42
[표 7] Pearson 상관분석표	48
[표 8] Logistic 분석 결과	51
[표 9] Heckman의 표본선택모형 분석 결과	53
[표 10] 연구가설과 채택여부의 판정	58

그 립 목 차

[그림 1] 연도별 희생절차 신청건수	4
[그림 2] 연도별 희생절차 인용비율	5
[그림 3] 연구의 분석틀 ①	26
[그림 4] 연구의 분석틀 ②	27
[그림 5] 공공부문의 간접참여 사례	33
[그림 6] 채무면제비율 분포	44
[그림 7] 구주주의 최종지분율의 분포	46
[그림 8] 조세 및 공익채권의 비율 분포	57
[그림 9] 가설2 채택결과 분석	60

제 1 장 서론

제 1 절 연구배경

우리나라의 도산절차는 과거에 회사정리법, 화의법, 파산법, 개인채무 회생법으로 분리 운영되었으며, 해당 절차들이 1997년 외환위기를 거치며 필요적 파산선고, 절차의 남용 억제, 결정 기간 단축을 통한 신속성 확보 등을 통해 개편되며 적극적 절차로 변모하였다. 이후 절차에 관한 관심이 높아지며 2006년 분리되어 있던 법률들을 통합하여 ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률’이 제정되었다. 특히 본 연구의 대상이 되는 회생절차는 사업을 계속할 가능성을 가지고 있으나 일시적 재정적 어려움으로 인하여 파탄에 직면해 있는 채무자에 대하여 이해관계인의 법률관계를 조정하여 채무자 기업의 효율적인 회생을 도모하는 것을 목적으로 하고 있다.¹⁾

회생절차의 근간이 된 과거 회사정리절차와 화의절차의 통계를 포함할 때 회생절차의 연간 접수 건수는 1992년 89건으로 시작해 2019년에는 1,003건에 달하여 1,027%가 증가했다. 이러한 수치는 우리 경제 수준과 산업구조의 변화, 2006년 관련법의 개정 등을 고려하더라도 상당한 수준의 증가이며, 우리 사회에 구조조정이 필요한 기업이 전반적으로 증가했다는 점과 구조조정절차 가운데 법적 절차로써 회생절차를 이용하는 기업의 수가 급격히 증가했다는 것을 함께 시사한다. 회생절차를 이용하는 기업의 증가는 우리 사회가 실패기업에도 사회 안전망을 마련해주고 있

1) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제1조(목적)

이 법은 재정적 어려움으로 인하여 파탄에 직면해 있는 채무자에 대하여 채권자·주주·지분권자 등 이해관계인의 법률관계를 조정하여 채무자 또는 그 사업의 효율적인 회생을 도모하거나, 회생이 어려운 채무자의 재산을 공정하게 환가·배당하는 것을 목적으로 한다.

다는 의미일 수 있으나, 동시에 제도의 이용에 따른 효율성의 저하를 경계할 필요성이 높아졌다는 점을 말해준다. 특히 공공부분의 경우 언론을 통해 빈번하게 제기되는 문제는 한계기업에 대한 지원이 정부 재정의 건전성을 저해하는 비효율성을 초래할 수 있다는 우려이다. 이와 같은 우려는 정책금융기관이 위기 시 구조조정지원에 참여해 경제의 연착륙을 지원해야 한다는 수요의 목소리와 소위 “대마불사(大馬不死, Too Big to Fail)”에 대한 지원으로 수조 원대의 손실을 부담하게 만들며 정부 재정의 건전성을 악화시킬 수 있다는 비판의 목소리가 공존하기 때문일 것이다. 정책금융기관이 보유한 조선·해운업, 건설업 등의 부실채권은 기관의 자본금 및 기본재산을 확충해야 한다는 입법안의 근거가 되는 한편, 기관과 정부의 재정건전성을 저해하는 원인이 된다는 비판의 근거가 되고 있다.

정책금융기관들도 적극적으로 회생절차에 대한 지원프로그램을 마련하고 있다. 신용보증기금은 2019년 6월 회생기업에 대한 적극적 지원을 위해 전결기준을 완화하며 기업회생과 M&A를 지원하겠다는 의사를 보였다. 또한, 같은 해 11월에는 회생전문법원인 서울회생법원과 회생기업에 대한 M&A지원을 활성화하기 위한 업무협약(MOU)을 체결하여 회생기업에 대한 지원 의지를 표명했다. 회생기업 가운데 M&A대상기업을 발굴하여 추천하는 방식의 성과를 이룰 것으로 기대한다. 또한, 한국자산관리공사는 ‘자산매입 후 임대프로그램(세일즈 앤 리스백)’을 통해 회생기업의 자산을 매입해 유동성을 높이는 구조개선 프로그램을 운영하고 있으며, 회생금융지원을 통해 신규자금을 지원하는 프로그램을 확대하고 있다. 중소벤처기업진흥공단은 회생신청기업의 재기가능성을 검토하여 컨설팅 비용을 지원하는 기업회생 컨설팅 사업을 운영하고 있다. 컨설팅을 통해 회생기업이 부담하는 감정평가비용 및 조사보고서 작성비용 등을 덜어 줄 수 있을 것으로 예상된다. 금융위원회는 2019년 5월 회생기업의 M&A를 활성화하기 위해서 채권은행이 채권을 제3자에게 매각하는 시기를 연기하도록 유도하여 M&A를 활성화할 수 있도록 하는 방안을 마련하겠다는 의사를 표명했다. 또한, 금융위원회는 중소벤처기업부와

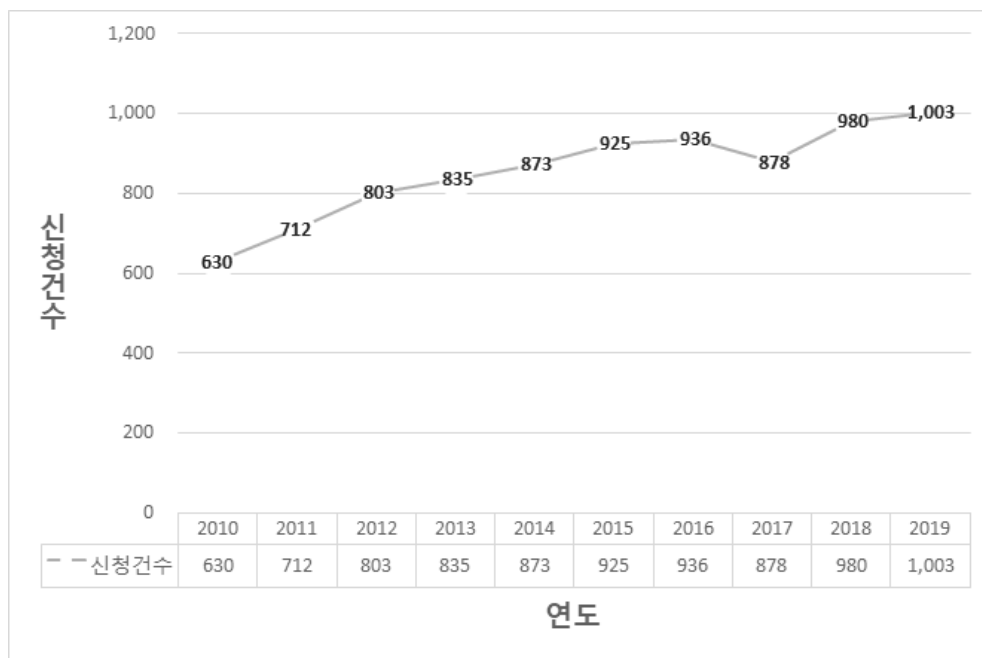
함께 회생절차를 진행 중인 기업에 대해서 총 600억 원 규모의 자금을 지원하는 ‘패키지형 회생기업 금융지원’을 2020년 4월부터 시행했다.

이처럼 회생절차에 대한 수요자의 활용이 증가하고 있으며 정책집행기관의 지원 의사도 높아지고 있다. 이러한 배경에 기초한 본 연구는 법원을 통한 구조조정 절차인 법인회생절차가 기업회생이라는 궁극적 정책목표를 달성하기 위해 올바르게 수행되고, 공공부문 재정지출 측면에서도 효율성을 갖출 수 있는 방향성을 찾고자 한다.

제 2 절 연구필요성 및 연구목적

1. 연구필요성

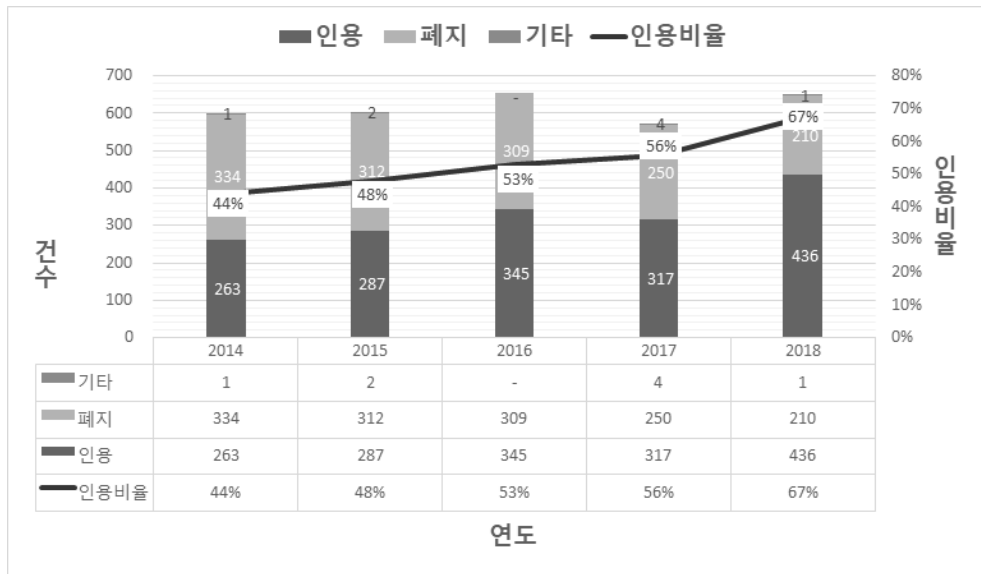
회생절차의 중요성에 대한 사회경제적 인식이 높아지며 회생절차의 시작에 대한 문턱이 낮아지고 공공부문의 재정지출 또한 증가하고 있다. 법원 사법연감과 통계월보에 따를 때 최근 10년간 회생절차 신청 건수는 지속적으로 증가추세를 보여 2010년의 630건에서 2019년에는 1,003건으로 59% 증가했다.[그림 1]



[그림 1] 연도별 회생절차 신청 건수

(자료 : 대한민국 법원, 2015~2019 사법연감에서 발췌.)

또한 최근 5년간 법원이 매해 처리한 사건 가운데 인용결정²⁾을 받은 건수도 증가추세를 보여 2014년 263건에서 2018년 436건으로 인용 건수가 증가했으며, 같은 기간 동안 인용 비율도 44%에서 67%로 23%p나 증가했다.[그림 2]



[그림 2] 연도별 회생절차 인용 비율

(자료 : 대한민국 법원. 2015~2019 사법연감에서 발췌.)

그러나 일반적으로 10년이 소요되는 회생 과정의 완료와 정책목표로서 기업의 회생(turnaround)에 대해서는 정책집행자로서 사법부나 정책참여자로서 재정지출을 담당한 공공기관 모두 후속 관리에 어려움을 느끼고 있는 것으로 보인다.

회생절차는 실패를 겪은 기업에게 계속기업을 유지하며 재기할 기회를 제공하는 사회 안전망의 역할을 담당하고 있으며, 기업의 존속을 전제로 한다는 점에서 ‘기업의 사망’이라고 할 수 있는 파산 및 청산절차와 비교

2) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에서는 ‘인가’로 규정하나, 법원 사법연감에서 ‘인용’으로 기재하여 사법연감의 표기를 그대로 사용하였다.

하면 사회경제적으로 적은 부담을 가져다준다고 볼 수 있다.

우리나라는 회생절차의 실효성과 수요에 관심을 기울이고 지속적으로 변화시키기 위한 노력을 기울여왔다. 사법부는 2006년에 4가지로 분리되어 운영되던 관련 법률을 정비하여 정책적 보완에 관심을 기울였으며, 2011년에는 장기간이 소요되는 정책에 속도를 더하기 위해 종래 수년이 소요되던 법원의 최종결정을 최대 1년 6개월 이내에 마치는 패스트트랙(fast-track) 제도를 도입하였다. 2014년 10월에는 경영진의 회생절차에 이르게 된 중대한 경영책임을 확인하는 절차를 마련하였고, 2017년에는 전문법원으로서 서울회생법원이 개원하였다. 또한, 미국의 사례들을 참고하여 기존 경영자 관리인제도, 구조조정담당임원(CRO ; Chief Restructuring Officer)의 위촉, M&A 활성화, 법원을 통한 강제인가제도, 채권자들의 사전동의를 통해 기간을 단축하는 Pre-Packaged 제도 등을 도입하고 활성화하기 위해 관심을 높이고 있다.

또한, 공공부문에서도 기업이 회생절차에서 법원의 결정을 통과(인가결정)하기 위한 문턱에 대한 부담을 완화하기 위한 시도가 나타나고 있다. 법원의 인가결정을 받기 위해서는 채권자들의 ‘동의’를 필요로 하는데, 금융위원회 주도로 정책금융기관들은 변제율에 대한 기준을 유동적으로 운용하기 위해 노력하고 있으며, 이러한 맥락에서 2019년 신용보증기금은 동의 의사표시 기준을 완화하는 내규 개정을 마쳤다.

이처럼 회생절차의 사회경제적 역할의 중요성에 대한 인식은 정책집행자와 정책수혜집단에서 공통으로 높아지고 있으며, 법원의 인가결정을 받기 위한 문턱도 상대적으로 낮아지는 추세라고 볼 수 있다. 따라서 앞으로 회생절차를 활용하는 기업이 증가하며 관련 부분에 대한 공공재정지출도 점차 증가할 것으로 예상된다. 반면 인가결정 이후에 회생과정의 완료 및 기업의 회생에 관한 관심과 관리는 정책집행자와 정책참여자 모두에서 부족한 것으로 판단된다. 따라서 특히 주요 정책참여자로서 공공부문의 재정지출 측면에서 접근한 본 연구는 정책목표 달성의 방향성을 제시할 수 있는 중요한 연구가 될 것이라고 기대한다.

2. 연구목적

본 연구는 ① 법원의 인가결정에 영향을 미치는 요소에 관한 연구와 ② 재정지출의 효율성 측면에서 회생에 대한 공공재정지출 증가가 기업 회생이라는 정책목표의 달성에 기여하는가에 관한 연구, ③ 재정지출의 효율성 달성을 위해서 공공지출을 통한 지원 대상기업의 선정기준에 대한 연구문제에 대해 논의하고자 한다. 법원을 통한 회생절차는, 기업의 신청을 통해 공공기관을 포함한 채권기관과 상거래채권자, 조세 및 공익채권자들의 참여를 거쳐 법원의 인가결정을 거쳐 변제가 진행된다. 그리고 변제스케줄에 따른 기업의 준수 여부에 따라서 기업의 존속과 회생절차 완료로 마무리된다.

구체적으로 먼저 법원의 인가결정을 받은 기업을 인가결정을 받지 못한 기업의 경우와 비교하여 인가결정을 받은 기업들의 특성을 확인한다.(연구문제 ①과 관련) 인가기업의 특성에 관한 확인은 공공기관이 사전적으로 정책지원 대상기업을 선정하는 데 도움이 될 것으로 판단된다. 회생절차에 대한 공공부문의 참여가 증가하고 있으며 재정적 어려움에 처한 기업에 대한 공공재정지출의 확대에 대한 논의가 정부의 주도로 활발히 이뤄지고 있는 가운데, 공공부문이 보다 적극적인 지출을 수행할 필요가 있을지 방향성을 제시하고자 한다.(연구문제 ②와 관련) 공공부문의 참여와 지원이 회생기업의 성공과 유의미한 관계를 갖는다면 해당 요소는 회생기업에 대한 지원 및 투자를 망설이는 금융부문에게 ‘선제적 안내(forward guidance)’로 작용하여 과정의 수행을 도울 수 있을 것이다. 실제로 2000년대 이후 법원에서 인가결정을 받은 후 기간의 제한을 받지 않고 시간적 여유를 가지고 진행하는 M&A가 기본적으로 운영되고 있으며(백종숙, 2017), 신용보증기금 등 정책금융기관 주도로 회생절차 참여기업에 대한 M&A가 추진되고 있고, 금융위원회 주도로 자금을 마련하여 회생절차 중인 기업에 대한 DIP 금융이 이뤄지고 있다. 또한, 공공부문의 지원대상기업의 선정에 대한 논의를 도덕적 해이라는 정성적 검토에서 벗어나 재정적 효율성을 높이는 방안에 대한 계량적 측면의 분

적으로 확장한다면 더욱 적시성 있는 기업에 대한 지원이 이뤄지며 정책 대상기업의 회생이라는 정책목표달성을 통해 사회경제적 안전망이 마련 될 수 있다고 기대한다.(연구문제 ③과 관련)

제 2 장 이론적 논의와 선행연구 검토

제 1 절 재정지출의 효율성³⁾

1. 정부재정

재정(public finance)은 정부가 공공욕구를 충족시키기 위해 수행하는 모든 경제적 활동으로 정의된다. 이때 정부는 넓은 의미의 정부로서 민간부문에 대비되는 공공기관과 정부를 모두 포함한다는 점을 고려할 때, 재정은 정부가 수행하는 경제활동으로서 조세수입, 부담금과 기여금의 징수 및 보유자산의 매각 및 국공채 발행 등을 재원으로 공공재와 공공서비스를 제공하는 지출 활동을 의미한다.(국회예산정책처, 2019)

재정은 자원의 효율적 배분, 소득분배, 경제의 안정적 성장을 기능으로 하고 있으며 이러한 재정의 기능은 재화와 서비스를 비시장적 방법에 따라 배분하여 시장실패를 치유하는 정부의 기능과 밀접하게 관련된다. 먼저 자원의 효율적 배분 기능은 시장을 통해서 충분히 공급되지 못하는 공공재의 성격을 갖는 재화와 서비스에 직접 관여하여 공급하거나 부담금을 부과하는 과정을 통해서 경제 내 자원이 효율적으로 배분되도록 하는 것을 의미한다. 두 번째 소득분배 기능은 공평하지 못한 분배에 대해서 누진 세제나 사회복지정책을 통해 공평한 분배가 이뤄지도록 하는 기능을 의미한다. 마지막 경제안정 기능은 생산, 고용, 물가 등을 안정화하기 위해 경제정책수단을 활용하여 국민경제의 성장이 지속할 수 있도록 하는 기능이다.

3) 본 절의 내용은 이준구(2011)와 하연섭(2016)을 주로 참고하여 작성하였다.

2. 재정지출의 효율성

정부재정지출은 시장실패의 보완과 소득재분배, 가치재의 공급 등에 있어서 당위성을 확보한다. 정부 재정지출은 예산 및 기금 등을 재원으로 하고 있으며 중앙정부를 기준으로 할 때 총지출의 규모가 2005년 209조 원에서 2019년 269조 원으로 지속적인 증가세를 나타내고 있다는 점은 정부 재정지출에 대한 관리의 필요성을 시사한다. 또한, 정부지출은 정부 본연의 자원 배분, 소득분배, 경제안정의 기능 외에 경제적 효과 또한 가져오기 때문에 효율적인 활용이 더욱 중요하다. 정부지출은 경제 내 소득과 가격을 변화시키는 효과가 있으며, 지출수단에 따라서 혜택의 귀착이 달라지는 효과가 나타나기도 한다. 따라서 예산에 대해서 관리적 측면에서 접근하여 합리성의 측면에서 재원을 동원하고 배분하며 관리할 필요가 있다. 이때 중요한 개념이 자원의 제약하에서 주어진 목표의 달성 정도를 높이는 효율성(efficiency)이다.

제 2 절 조절효과⁴⁾

조절효과를 나타내는 변수를 조절변수(moderator)라고 하며, 조절변수는 두 변수 간 관계의 강도나 방향에 영향을 미치는 변수를 의미한다.(Baron, Kenny 1986) 예측변수와 준거변수 간의 관계에 대해서 조절변수를 포함했을 때 두 변수의 관계에 변화가 나타나는 경우 조절효과가 발생한다고 말한다. 조절변수의 추가로 인해서 예측변수와 준거변수 간의 기존 관련성에 조절변수의 준거변수에 대한 관련성이 더해지고, 추가적 효과가 있는 경우 조절효과라고 평가한다.

조절효과의 분석은 상호작용항을 추가하여 상호작용효과(interaction effects)를 검증하는 방법으로 확인된다.

$$(식1) \quad y = b_0 + b_1X + b_2Z + b_3X*Z + e$$

$$(식2) \quad y = (b_0 + b_2Z) + (b_1 + b_3Z)*X + e$$

(식1)에서 조절효과를 명확히 볼 수 있도록 X의 항으로 묶어서 정리하면 (식2)와 같다. 이때 조절효과는 b_3Z 를 통해서 나타난다. 상호작용항으로서 b_3 가 유의하지 않았을 때 조절효과는 존재하지 않는다. 반면 b_3 가 유의한 경우 조절변수(Z)가 한 단위 증가하는 경우 예측변수(X)의 준거변수(Y)에 대한 효과도 b_3 에 따라 조정된다. b_3 가 양(+)의 값을 갖는 경우 예측변수의 효과는 강해지며, 반대로 음(-)의 값을 갖는 경우 예측변수의 효과는 약해진다.

4) 본 절의 내용은 조영일·김지현·한우리·조유정(2015)을 주로 참고하여 작성하였다.

제 3 절 기 업 회 생

기업회생(turnaround)의 개념에 대한 정의는 단일하게 이뤄지지 않은 것으로 판단되며 연구마다 개별적 정의를 통해 연구를 진행하고 있는 것으로 판단된다. 회생절차를 주관하는 법원은 인가결정을 받은 기업이 변제를 시작하고 회생계획의 수행에 지장이 있다고 인정되지 않을 때 법원의 관리를 마치는 종결 결정을 내린다.⁵⁾ 따라서 회생신청기업이 기업회생(turnaround)하여 정책목표를 달성하였는지 확인하기 위해서는 기업회생에 대한 조작적 정의에서부터 시작해야 할 것이다.

선행연구는 회생 상황 이후 3년간 기업의 총자본 순이익률의 변화 등 재무구조의 개선 정도로 측정하기도 하고(김아리, 2017) 기업 성과의 흐름이 일정 기간 증가세를 유지하고 회생상황에 이르기 전으로 회복되는 경우로 구분하기도 한다.(송신근, 권영국, 원지영, 2014) 대부분의 연구에서 정해진 기간 재무구조의 개선 및 회복 등을 회생에 이르게 된 상황이 해결된 회생성으로 정의하고 있다.[표 1]

본 연구에서는 선행연구들이 공통으로 인가결정 이후 기간을 기본 전제로 하는 점에 착안하고, Bibeault(1982)와 최근 국내의 선행연구에 근거하여 인가결정 이후 3년간 존속하는 경우 기본적으로 기업회생(turnaround)에 이르는 것으로 정의하고자 한다.

5) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제283조(회생절차의 종결)

①회생계획에 따른 변제가 시작되면 법원은 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 자의 신청에 의하거나 직권으로 회생절차종결의 결정을 한다. 다만, 회생계획의 수행에 지장이 있다고 인정되는 때에는 그러하지 아니하다.

저자 ⁶⁾	회생
채무자 회생 및 파산에 관한 법률	변제를 시작하고 회생계획의 수행에 지장이 없는 경우
Schendel, Patton, & Riggs(1976)	4년 동안의 연속적인 수익의 증가
Schendel&Patton(1976)	수입이 4년 이상 GNP보다 높게 성장
Bibeault(1982)	3년 이상의 지속적인 수입의 증가
Hambrick&Schechter(1983)	2년 동안의 평균 세전 ROI가 20% 이상일 때
Slatter(1984)	세전 순이익이 이어지는 6년 중 4년 동안 증가하였을 때
Barker&Mone(1994)	2년 이상의 연속적인 ROI의 상승

[표 1] 회생 상황과 회생에 대한 조작적 정의

6) 김언수 · 조명현 · 박상준(2003). 기업회생 과정의 추적연구. 경영학연구 32(1) pp23-58에서 재인용

제 4 절 채무자 회생 및 파산에 관한 법률

오수근(2005), 유해용(2010), 정준영(2017), 최효종·김남성(2014) 등은 통합도산법 제정 이후 법원의 회생절차에 대한 방향성을 소개하고 미국의 선행 제도를 수용한 사례로 DIP 제도(기존 경영자 관리인 원칙), CRO 제도(구조조정담당임원) 등을 소개하며 효과적인 회생절차를 위한 제언을 담고 있다. 오수근(2005)은 1997년 외환위기 이후 회생절차에 대한 수요가 증가한 점에 착안하여 연구 시점의 동향에 대해서 파악하였고, 절차의 완료 기간이 단축되고 있다는 점과 M&A 절차가 활성화되고 있다는 점 등을 지적하였다. 유해용(2010), 최효종·김남성(2014)은 통합도산법으로서 채무자 회생 및 파산에 관한 법률의 제정 이후 회생절차의 변화를 유사제도와 비교를 통해서 정리했다. 정준영(2017)은 서울회생법원의 개원을 앞둔 시점에 각국의 도산절차를 비교하여 정리했다.

백숙중(2017)의 연구에서는 회생절차 가운데 특히 M&A를 수반한 절차에 집중하여 인가 전 M&A와 인가 후 M&A를 비교하여 설명하며 특히 인가 전 M&A가 실효성 있는 합병 절차가 될 수 있다고 주장한다. 또한, 인가 전 M&A를 통한 실제 사례를 소개하고 있다.

이처럼 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 관한 연구는 회생절차신청 기업에 관한 연구보다는 회생절차와 제도에 관한 연구에 초점을 맞추고 있다. 제도를 신청하고 참여하는 주체에 관한 연구로서 본 연구는 채무자 회생 및 파산에 관한 법률에 대한 다른 각도의 접근에도 도움이 될 것이라고 기대한다.

제 5 절 선행연구의 검토

1) 재정지출의 효율성

재정지출과 효율성에 대한 논의는 Hatry, Harry P.(1980)⁷⁾에 따르면 효율성(efficiency)의 개념은 투입(input)과 산출(output)의 관계를 파악하는 것으로, 주어진 투입요소를 가지고 얼마나 많은 행정서비스를 산출하고 있는가를 살펴보는 것이다. Rogers(1990)⁸⁾도 효율성을 투입(또는 비용)에 대한 산출(또는 편익)로 정의하고 있어서 효율성에 대해서 같은 의미로 접근하고 있다.

A.Schick(1998)⁹⁾에 따르면, 예산은 1) 예산통제의 효과적인 통제로서 총량적 재정규율(aggregate fiscal discipline)과 2) 부문 간 자원 배분을 통한 재정지출의 총체적 효율성(Pareto efficiency)으로서 배분적 효율성(allocative efficiency), 그리고 3) 개별적 지출 차원의 효율성으로서 운영상 효율성(operational efficiency)을 준수해야 한다.

김완석·정지선(2010)의 연구에서는 일부변제 외의 부분에 대해서 채무면제이익이 발생하게 된다고 설명하며, 이러한 이익에 대해서 기본적으로 증여로 볼 수 있는 재산상의 이익이라고 분석하였다. 한편 강경이·이상원(2009) 등은 구주주의 최종지분율을 회생성과에 영향을 미치는

7) Hatry, Harry P(1980). Productivity and Motivation: A Review of State and Local Government Initiatives. Washington, D.C. An Urban Institute Press. 김현준(2008). 우리나라 지방정부의 재정지출 효율성에 관한 연구: 재정지출이 주택가격에 미치는 영향을 중심으로. 서울대학교 환경대학원. p2에서 재인용.

8) Rogers, Steve(1990). Performance Management in Local Government. London: Longman. 문광민(2015). 사회복지지출의 효율성은 중요한가. 서울행정학회 26(1). p6에서 재인용.

9) Schick, Allen(1998). A Contemporary Approach to Public Expenditure Management. Washington, D.C. The World Bank. 하연섭(2014). 정부예산과 재무행정 [제2판]. 다산출판사. pp53-55에서 재인용.

주요요소 가운데 하나로 분석하였다. 오수근(2005)은 2000년 이전 구주주 지분에 대한 소각이 제한적이었던 실무상 관행이 채무기업의 자산을 조정하는 도산절차의 취지에 어긋났다고 평가하며 구주주 지분에 대한 소각이 더욱 활발해질 필요가 있다고 분석한다.

이론과 선행연구에 기초할 때 공공부문의 재정지출 효율성은 A.Schick의 예산 규범 가운데 세 번째 운영상 효율성을 의미한다. 구체적으로 회생기업에 대한 공공지출(투입) 대비 기업의 회생성공(산출)으로 나타낼 수 있다. 공공지출의 투입이 되는 공공부문 재정지출 정도를 측정하는 척도로 채무면제비율을 활용한다. 재정지출 외에 회생성공에 영향을 미치는 주요변수로 구주주의 최종지분율을 고려하여 조절효과(moderating effect)를 반영하는 변수로 활용한다. 투입과 산출에 대한 세부 변수 정의와 측정방법은 연구 설계과정을 통해서 살펴본다.

2) 정책대상기업 측면

기업회생의 성공 요인에 관한 선행연구들은 강동수(2004), 김아리(2017), 김언수(2003), 송신근·권영국·원지영(2014) 등이 있으며 대부분 미국과 영국의 선행연구에 기초해 성공 요인에 대해서 분석하고 있다. 강준구·나현승·이인무(2004)는 회생기업과 유사한 어려움에 처한 기업 분석으로서 영업성과 악화 기업의 대응과 성과에 관해서 연구했다. 강경이·이상원(2009)은 주주의 지분율에 대한 분석을 통해서 최대주주가 변경될수록 그리고 주식 소유집중도가 낮을수록 회생기업의 성과가 높게 나타나는 것으로 분석했다. 양민호(2015)는 구주주의 지분변화와 관련해서 현행 제도관리의 문제점을 지적하며 지분 저감률만을 고려할 것이 아니라 회생절차의 공정·형평 측면에서 실질적으로 과정을 보아야 한다는 의견을 제시했다. 강선호(2011)는 회생절차의 기본원칙인 형평의 관점에서 기존 지배주주의 권리를 감축시키는 감자는 필요하다고 전제하고 구체적 비율과 방안에 대해서 논의하였다.

강동수(2004)의 연구에서는 회생과 부실이라는 이산변수에 대한 로짓

분석을 통해 회생신청 당시 기업의 채무구조가 회생성과에 주요하게 영향을 미치지만, 기업의 자구노력, 고용 등 구조조정, 경영진의 교체 등은 유의한 영향을 미치지 않는다고 분석했다.

강준구 외 2인(2004)의 연구에서는 상장기업을 대상으로 1997년 당시 경영성과가 악화된 기업들의 초기 상황과 대응을 분석하여, 부채비율과 제1금융권 외 부채비율이 낮은 기업이 구조개선을 통해 성과의 개선이 나타났다고 분석했다.

김언수(2003)의 연구에서는 회생 성공기업에 관한 사례연구를 통해 차별화된 전략의 마련과 조직구조의 단순화가 회생에 유의한 영향을 미친다고 분석했다.

김아리(2017)의 연구에서는 아시아 환경의 특수성에 주목하여 2010년까지 회생 기업들을 표본으로 회생 전략의 효율성을 분석한다. 구체적으로 1) 운영적 회생 전략으로서 내부 구조개선 수단과 2) 전략적 회생 전략으로서 핵심역량에 대한 자원의 재편성, 3) 최고경영자의 교체 전략, 4) 재무적 회생 전략으로서 주식 기반 수단으로 구분하여 분석한다.

송신근 외 2인(2014)의 연구에서는 회생 성공기업에 대한 설문을 수행하여 기업의 구조개선 가운데 제품서비스 변화, 재무관리 변화, 생산환경 변화, 경영자 교체 등이 긍정적인 유의성을 갖는다고 분석했다.

선행연구에 대한 분석을 통해서 정책대상기업의 선정에 있어서 어떠한 요소들을 고려할 때 재정지출의 효율성이 높아질지 고려할 수 있으며, 크게 ①사전적(ex ante) 조건과 ②사후적(ex post) 조건으로 구분할 수 있다. 구체적 변수의 구분과 측정방법에 대해서는 연구설계 과정을 통해서 살펴본다.

저자	분석대상	주요 주제
정책대상기업		
강준구·나현승·이인무(2004)	영업성과 악화 기업의 대응과 성과	부채비율, 제1금융권 외 부채비율
강경이·이상원(2009)	회생절차 종결기업	최대주주의 변경
양민호(2015)	도산법의 현안	구주주의 지분율
강선호(2011)	출자자지분의 강제소각	기존 지배주주의 권리 감축
강동수(2004)	워크아웃 기업의 회생	회생신청 당시의 채무 구조
김아리(2017)	아시아의 회생 사례	회생 전략, 구조개선
송신근·권영국·원지영(2014)	회생 성공기업 설문 수행	기업 구조개선
김언수·조명현·박상준(2003)	회생 성공기업의 사례 연구	조직구조의 단순화 기업회생의 의미
채무자 회생 및 파산에 관한 법률		
오수근(2005)	통합도산법 이후의 회생절차	미국 회생절차의 제도들 (DIP제도, CRO제도)
유해용(2010)	통합도산법 이후의 회생절차	
정준영(2017)	통합도산법 이후의 회생절차	
최효종·김남성(2014)	통합도산법 이후의 회생절차	
백숙종(2017)	M&A 수반 회생절차	M&A 절차의 실효화

[표 2] 선행연구의 요약

제 3 장 연구설계 및 방법론

제 1 절 연구가설 및 연구모형

1. 연구가설

본 연구의 세 가지 연구목적인 ① 법원의 인가결정에 영향을 미치는 요소에 관한 연구와 ② 재정지출의 효율성 측면에서 회생에 대한 공공재정지출 증가가 기업회생이라는 정책목표의 달성에 이바지하는가에 관한 연구, ③ 재정지출의 효율성 달성을 위해서 공공지출을 통한 지원 대상 기업의 선정기준에 관한 연구를 위해 연구가설을 설정한다.

먼저 회생 인가결정의 주요요소에 대해서 분석하고, 다음으로 공공재정지출의 효율성 측면에서 회생에 대한 공공부문의 지출을 투입과 산출의 측면에서 분석하고자 한다. 투입은 회생에 대한 재정지출 수준을 통해 측정하며 산출은 기업회생(turnaround)으로 판단하고자 한다. 다음으로 정책의 효율성을 위한 대상기업의 선정을 위해서 기업회생에 영향을 주는 요인들을 분석하여 어떠한 대상에 대해 공공재정지출이 이뤄져야 할지 연구하고자 한다.

1) 인가결정의 주요요소 측면

이론적 논의와 선행연구에서의 분석을 종합하면, 법원의 인가결정에 영향을 미치는 요소에 관한 명시적인 연구는 찾아보기 어려운 것으로 판단된다. ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제237조¹⁰⁾’ 규정을 살펴볼 때,

10) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제237조(가결의 요건)

관계인집회에서는 다음 각호의 구분에 의하여 회생계획안을 가결한다.

일반적으로 주주와 지분권자의 조는 회생절차 신청에 대한 책임으로 의결권이 제한되며, 회생채권자의 조와 회생담보권자의 조의 동의를 얻어야 한다. 김용진(2019)에 따를 때, 회생절차는 헌법에서 보장하고 있는 재산권 보장과 마찰을 일으키고 있다고 설명한다. 따라서 회생인가로 인한 채무면제비율이 높을수록 채권자들의 재산권이 침해될 가능성이 크며, 회생계획인가의 요건 중 ‘공정성의 원칙’¹¹⁾에 따라 같은 성질의 채권자 조는 같은 채무면제비율이 적용되므로 공공부문의 재정지출 수준 증가는 같은 조에 해당하는 채권자 조의 채무면제비율, 재산권의 침해 가능성을 높일 것이다. 따라서 공공부문의 재정지출 수준 증가는 회생인가에 대한 동의의사표시 가능성을 낮춰 회생 인가결정에 부정적으로 작용할 가능성이 크다.

한편, 채무자의 총부채 규모가 클수록 해당 기업이 채권자와 이해관계를 공유할 가능성이 크다. 특히 상거래채권자의 경우, 채무자 기업의 총부채 규모가 큰 경우 상거래채권자는 담보물을 통해 담보되지 않는 무담

1. 회생채권자의 조

의결권을 행사할 수 있는 회생채권자의 의결권의 총액의 3분의 2이상에 해당하는 의결권을 가진 자의 동의가 있을 것

2. 회생담보권자의 조

가. 제220조의 규정에 의한 회생계획안에 관하여는 의결권을 행사할 수 있는 회생담보권자의 의결권의 총액의 4분의 3이상에 해당하는 의결권을 가진 자의 동의가 있을 것

나. 제222조의 규정에 의한 회생계획안에 관하여는 의결권을 행사할 수 있는 회생담보권자의 의결권의 총액의 5분의 4이상에 해당하는 의결권을 가진 자의 동의가 있을 것

3. 주주·지분권자의 조

회생계획안의 가결을 위한 관계인집회에서 의결권을 행사하는 주주·지분권자의 의결권의 총수의 2분의 1이상에 해당하는 의결권을 가진 자의 동의를 얻을 것

11) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제243조(회생계획인가의 요건)

① 법원은 다음의 요건을 구비하고 있는 경우에 한하여 회생계획인가의 결정을 할 수 있다.

2. 회생계획이 공정하고 형평에 맞아야 하며 수행이 가능할 것

보채권자일 가능성이 커 채무자 기업이 청산에 이르면 채권을 모두 회수하지 못할 가능성이 크다. 또한, 총부채 규모가 큰 경우 채무자 기업의 발주를 상거래채권자가 수주하여 사업을 영위하고 있을 가능성이 커 채무자 기업의 재기가 상거래채권자의 사업과 밀접히 연관될 가능성이 크다. 더불어 총부채 규모가 큰 채무자 기업의 경우에 산업 및 경제에 미치는 파급효과가 클 가능성이 크기 때문에 총부채 규모는 회생 인가결정에 긍정적으로 작용할 가능성이 크다. 제1금융권 외 부채비율과 담보물의 크기는 기업의 재무구조를 반영하는 변수이다. 부채의 측면에서, 제1금융권 외 부채비율이 높은 기업은 재무구조상 부채의 구성이 보다 열위에 있을 가능성이 크며 그동안 높은 수준의 이자 비용을 부담하고 있었을 가능성이 크다. 또한, 제1금융권 외의 채권자는 높은 수준의 위험에 대한 반대급부로 엄격한 수준의 인가요건을 요구할 가능성이 크기 때문에, 제1금융권 외의 채무비율은 회생 인가결정에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 자산의 측면에서, 담보물의 크기는 기업의 유형자산가치를 반영하기 때문에 담보물의 크기가 큰 기업은 재무구조에서 유형자산이 탄탄한 기업이라고 판단할 수 있다. 따라서 담보물의 크기는 회생 인가결정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

이상 네 가지를 반영하여 가설 1-1과 가설 1-2, 가설 1-3, 가설 1-4를 설정한다.

가설 1-1. 공공부문의 재정지출이 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 작아질 것이다.

가설 1-2. 총부채 규모가 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 커질 것이다.

가설 1-3. 제1금융권 외 부채비율이 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 작아질 것이다.

가설 1-4. 담보물의 크기가 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 커질 것이다.

2) 공공재정지출과 재정지출의 효율성 측면

독립변수와 종속변수의 관계와 관련해서, 기업회생에 대한 공공부문의 재정지출을 주제로 분석한 선행연구는 찾아보기 어려운 것으로 판단된다. 다만 지방재정지출에 대한 회귀분석을 통해서 공공서비스가 이미 충분히 공급된 대상이 아니라면 공공지출 수준과 정책목표 간에는 양의 상관관계가 있다고 분석한 사례가 있다.(허명순, 2001) 김완석·정지선(2010)에 따를 때 회생신청기업은 현금변제 외의 부분을 통해서 채무면제의 이익을 얻으며, 회생신청기업의 경우 자금 부족에 직면하고 있으므로 공공재정지출 수준과 정책목표로서 기업회생은 양의 상관관계를 가질 것으로 가설을 설정할 수 있다.

그런데 독립변수 공공부문의 재정지출은 조절변수 구주주의 최종지분율에 영향을 받을 수 있다. 구주주의 최종지분율에 관한 선행연구에서의 분석을 종합하면, 회생인가 이후 지배구조의 변화가 필요하다고 보았으며, 같은 맥락에서 기존 최대주주가 변화할 때 회생절차의 성과가 높아질 수 있다고 보았다.(강경이·이상원, 2009) 구주주의 최종지분율이 회생에 있어서 핵심적인 요소가 아니라고 평가한 때도 있으나, 기존 지배주주에 대한 지분의 소각은 필수적이며 회생절차에 이르게 된 사유에 따라 정도를 차등 적용해야 한다는 연구가 있다.(양민호, 2015 ; 강선호,

2011) 종합할 때 구주주의 최종지분율을 핵심적인 요소로 보아 독립변수로 볼 것인지에 대해서는 논의가 필요할 것이며, 지분율의 수준에 대한 검토는 연구에 있어서 이뤄질 필요가 있다고 판단되므로 조절변수로 포함하여 분석하고자 한다. 또한, 지배구조의 변화, 최대주주에 대한 징벌적 의미를 담아 회생절차의 원칙을 준수할 필요성 등이 강조되었으므로 구주주의 최종지분율은 조절효과를 통해 공공부문의 재정지출이 기업회생에 미치는 효과를 반감시킬 것이라는 가설을 설정할 수 있다.

가설 2-1. 공공부문의 재정지출이 증가하면 기업회생에 성공할 가능성이 커질 것이다.

가설 2-2. 구주주의 최종지분율은 공공부문의 재정지출이 기업회생에 미치는 긍정적 영향을 반감시킬 것이다.

3) 재정지출의 효율성과 지원 대상기업의 선정

마지막으로 공공부문 재정지출의 효율성에 영향을 미치는 통제변수들에 대한 검토를 통해 지원 대상기업의 선정에 대해서 가설을 설정한다. 기업의 상태에 대한 사전적 조건에 대해서 가설3을 설정하여 분석하고, 법원 조사위원의 조사보고서와 신청기업이 제출한 회생계획안을 통해서 회생신청기업의 미래추정에 대한 사후적 조건을 가설4로 설정하여 분석한다.

구체적으로 회생신청기업의 신청 시점의 상태와 관련해서, 회생신청 당시 기업의 채무구조가 회생성과에 주요하게 영향을 미친다는 분석 결과가 있었으며, 회생신청기업의 채무구조와 관련해서 부채비율과 제1금

융권 외 부채비율이 낮을수록 성과가 나타난다는 분석 결과도 있었다. (강동수, 2004 ; 강준구·나현승·이인무, 2004) 따라서 가설 3의 세부 가설을 설정하여 분석을 진행할 것이다.

사후적 조건 가설에 대해서 계속기업가치와 청산가치가 회생절차의 지속과 회생계획안의 방향, 그리고 기업의 회생성과에 중요한 요소로 작용한다고 보는 견해들이 있으며, 계속기업가치평가의 정교화를 위해 기업가치평가 외의 방안들을 제시하기도 하고 있다.(양민호, 2015 ; 김성용·오수근, 2011) 계속기업가치와 청산가치의 비교를 기준으로, ① 청산가치가 더욱 큰 경우에는 개시신청을 기각하거나, 회생계획안 제출 전 절차를 폐지하거나, 청산형(M&A) 회생계획안 제출을 명할 수 있다. 반면 ② 계속기업가치가 더욱 큰 경우에는 회생계획안 제출을 통해 절차가 진행된다. 이처럼 계속기업가치와 청산가치의 비교는 회생절차의 진행에 큰 영향을 미치나, 계속기업가치 산정에 있어서 기업가치평가방법에 대한 문제의식이 나타나고 있으며 기업 규모에 따른 편의에 대해 통제하기 위해 ‘계속기업가치 비율’을 기준으로 가설4를 설정하였다.

가설 3-1. (사전적 조건) 회생신청 당시 총부채 규모가 클수록 기업회생 가능성이 커질 것이다.

가설 3-2. (사전적 조건) 회생신청 당시 담보물을 보유하는 경우 기업회생 가능성이 커질 것이다.

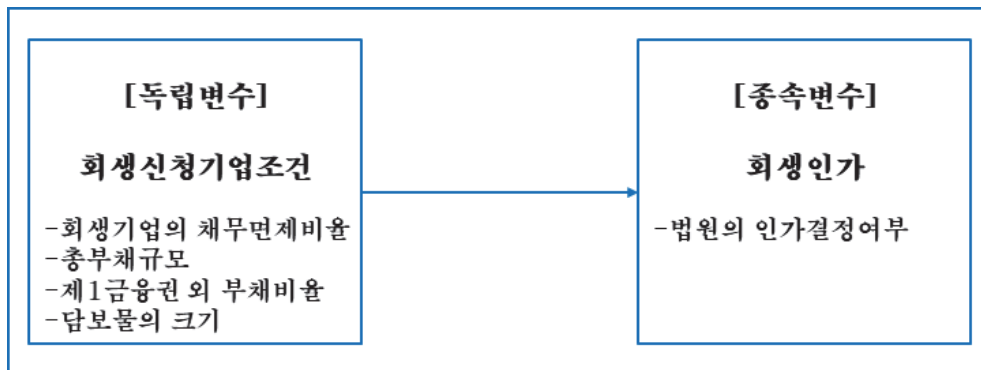
가설 3-3. (사전적 조건) 회생신청 당시 제1금융권 외 부채비율이 높을수록 기업회생 가능성이 작아질 것이다.

가설 3-4. (사전적 조건) 회생신청 당시 조세·공익채권비율이 높을수록 기업회생 가능성은 작아질 것이다.

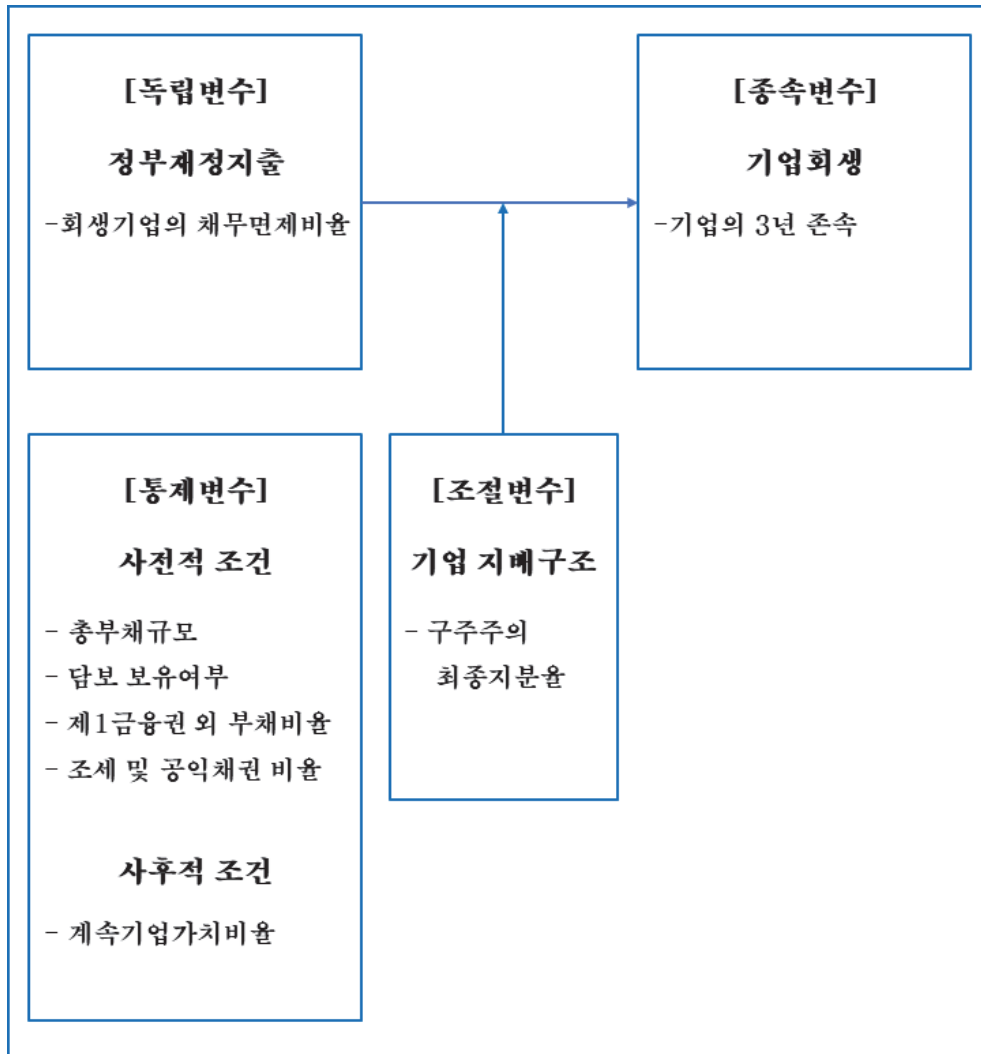
가설 4. (사후적 조건) 계속기업가치 비율이 높을수록 기업회생 가능성이 커질 것이다.

2. 연구의 분석틀

본 연구는 기업회생 여부라는 두 가지 정책 결과를 종속변수로 이항 분석을 수행하며, 정책과정이 ‘회생신청→회생 인가결정→기업회생’의 일련의 과정으로 구성되며 나타날 수 있는 표본선택편의(sample selection bias)를 통제하기 위해 모형을 정교화한다. 먼저 회생 인가결정에 영향을 미치는 주요요소에 대해서 개별 변수의 유의성을 검정한다. 인가에 영향을 미치는 요소를 기초로 Heckman의 표본선택모형을 활용하여 공공재정지출의 효율성을 분석하고, 회생절차 기업의 여러 변수를 통제변수로 활용하여 공공부문의 정책 의사결정에 대한 방향을 제시하고자 한다. 이와 같은 내용을 분석틀로 나타내면 각각 [그림 3]과 [그림 4]와 같다.



[그림 3] 연구의 분석틀 ①



[그림 4] 연구의 분석틀 ②

3. 연구모형

1) 인가결정의 주요요소 측면

본 연구에서는 먼저 기업회생(TRN:turnaround)의 전제가 되는 법원의 회생 인가결정(PER:permission)에 영향을 미치는 요소를 분석한다. 인가결정을 받은 기업과 인가결정을 받지 못한 기업의 차이를 채무면제비율(EXE:exemption), 총부채 규모(DEB:debt size), 제1금융권 외 부채비율(NON:non primary ratio), 담보물의 크기(SIZ:security size)를 기준으로 확인한다. 인가 여부(PER)는 인가와 불인가의 두 가지 경우가 존재하는 이항 가변수이므로 (식3) 선형 회귀분석의 최소제곱법(OLS;ordinary least squares)을 통해서는 오차항이 정규분포를 따른다는 기대를 할 수 없다.

$$(식3) \quad PER_i = \beta_0 + \beta_1 EXE_i + \beta_2 DEB_i + \beta_3 NON_i + \beta_4 SIZ_i + \varepsilon_i$$

단, PER_i : i 기업의 회생 인가결정 여부, $PER_i = 1$ if 회생인가
 EXE_i : i 기업의 채무면제비율
 DEB_i : i 기업의 총부채 규모
 NON_i : i 기업의 제1금융권 외 부채비율
 SIZ_i : i 기업의 담보물의 크기

이러한 문제를 해결하기 위해서 로지스틱 회귀분석(Logistic regression analysis)을 활용해서 분석한다. 인가되는 경우와 인가되지 않는 경우의 확률 비(odds)를 활용해서 로짓변환한 아래 (식4)의 형태로 분석한다.

$$(식4) \text{ Logit}(\theta) = \beta_0 + \beta_1 EXE_i + \beta_2 DEB_i + \beta_3 NON_i + \beta_4 SIZ_i + \varepsilon_i$$

단, $\text{Logit}(\theta)$: 인가될 확률(θ)과 인가되지 않을 확률($1-\theta$)의

비에 log를 취한 값

EXE_i : i 기업의 채무면제비율

DEB_i : i 기업의 총부채 규모

NON_i : i 기업의 제1금융권 외 부채비율

SIZ_i : i 기업의 담보물의 크기

인가결정의 주요요소를 확인하기 위한 연구모형은 [그림 3]과 (식4)에 표현되어 있다. 종속변수인 회생 인가결정 여부는 개별 회생신청기업에 대한 법원의 인가결정 여부를 통해서 측정한다. 인가결정에 영향을 미치는 주요요소로는 회생계획 상 기업의 채무면제비율과 기업의 총부채 규모, 제1금융권 외 부채비율, 담보물의 크기를 독립변수로 확인한다. 채무면제비율은 공공기관을 포함한 채권금융기관과 상거래채권자, 그리고 채무자의 이해관계에 가장 직접 영향을 미치는 변수로써 회생 인가결정의 전제가 되는 동의 의사표시 여부에 영향을 주는 주요변수로 볼 수 있다. 총부채 규모는 회생신청기업의 채권자에 대한 영향을 반영하는 변수이며 사회·경제적 파급효과를 반영하는 변수로 적절하고, 기업 간 상대비교는 어려우나 개별기업의 재무상황을 간접적으로 알 수 있는 변수로서 역시 동의 의사표시 여부에 영향을 주는 주요변수로 포함할 수 있다. 제1금융권 외 부채비율과 담보물의 크기는 기업의 부채와 자산을 반영하여 재무구조를 확인할 수 있도록 해주는 주요변수가 된다.

2) 공공재정지출과 재정지출의 효율성 측면

일반적으로 회생절차의 진행을 고려할 때 기업회생(TRN:turnaround) 여부에 대한 정보에는 회생 인가결정에 대한 정보와 기업의 존속 여부에

대한 정보가 함께 담겨있다. 따라서 일반적인 선형 회귀분석의 최소제곱법(OLS)을 통해 분석하는 경우 표본선택편의(sample selection bias)의 문제가 발생할 가능성이 크다. 법원의 회생 인가결정을 받았다는 정보가 인가되지 못한 기업과의 차이를 의미할 수 있고 표본선택에 있어서 무작위성이 파괴될 수 있기 때문이다. 따라서 공공재정지출과 재정지출의 효율성을 분석하기 위해서 종속변수 기업회생(TRN)의 값이 복합적인 정보를 담고 있다는 인식에서 이를 분해하여 분석하고자 한다. 분석을 위해서 Heckman의 표본선택모형을 활용한다. 1단계에서 인가 여부(PER)에 대한 변수를 통해 표본에 선택될 확률을 probit 모형을 이용해서 추정한다. 2단계로 인가결정을 받아 표본에 선택된 자료를 대상으로 추론한다. 2단계를 반영한 모형은 아래 (식5)과 같다.

$$(식5) \quad TRN_i = \beta_0 + \beta_1 EXE_i + \beta_2 SHA_i + \beta_3 EXE_i \cdot SHA_i + \beta_4 DEB_i \\ + \beta_5 SEC_i + \beta_6 NON_i + \beta_8 TAX_i + \beta_9 CON_i + \epsilon_i$$

단, TRN_i : i 기업의 기업회생 여부, $TRN_i=1$ if 기업회생
 EXE_i : i 기업의 채무면제비율
 SHA_i : i 기업의 구주주의 최종지분율
 $EXE_i \cdot SHA_i$: i 기업의 구주주의 최종지분율의 채무면제비율에 대한 조절효과
 DEB_i : i 기업의 총부채 규모
 SEC_i : i 기업의 담보물 보유 여부
 NON_i : i 기업의 제1금융권 외의 부채비율
 TAX_i : i 기업의 조세 및 공익채권의 비율
 CON_i : i 기업의 계속기업가치 비율
 $\epsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$

공공재정지출과 재정지출의 효율성을 확인하기 위한 모형은 독립변수 채무면제비율뿐만 아니라 통제변수와 조절변수를 모두 포함한 모형으로서 [그림 4]와 (식5)에 표현되어 있다. 종속변수인 기업회생 여부는 개별

회생신청기업의 인가 이후 3년간 존속 여부를 통해서 확인한다. 기업회생에 영향을 미치는 독립변수를 공공재정지출의 측면에서 확인하기 위해 채무면제비율(EXE:exemption ratio)을 확인한다. 채무면제비율은 공공부문의 재정지출수준을 반영하는 변수이며, 동시에 회생신청기업이 얻는 채무면제이익의 수준을 직접 반영하는 변수이다. 독립변수의 종속변수에 대한 영향에 있어서 조절효과를 함께 확인한다. 조절변수로서 구주주의 최종지분율(SHA:share ratio)을 들 수 있다. 구주주의 최종지분율은 회생 인가결정 이후 지배구조의 변화와 구조조정의 수행 정도 등을 반영하는 변수로 활용될 수 있다. 회생계획안에 따른 회생 인가결정 이후 구주주의 지분율을 측정하여 활용한다.

3) 재정지출의 효율성과 지원 대상기업의 선정

재정지출의 효율성을 높이기 위한 지원 대상기업을 선정하기 위해 어떠한 기업이 회생절차를 수행할 때 기업회생의 가능성이 큰지 연구한다. 회생절차 기업의 특성과 관련된 변수들을 통제변수로 포함하여 유의성을 확인하며 구체적인 모형은 [그림 4]와 (식5)로 나타낼 수 있다. (사전적 조건)과 (사후적 조건)으로 구분하여 모형을 통해서 변수별 유의성을 확인하여 회생 가능성이 큰 기업의 특성을 파악할 수 있을 것이다. 공공부문이 어떠한 회생신청기업에 대해서 동의의사표시를 하고 사후적으로 추가로 지원해주어야 할지 판단하는 근거를 마련할 수 있다고 기대한다.

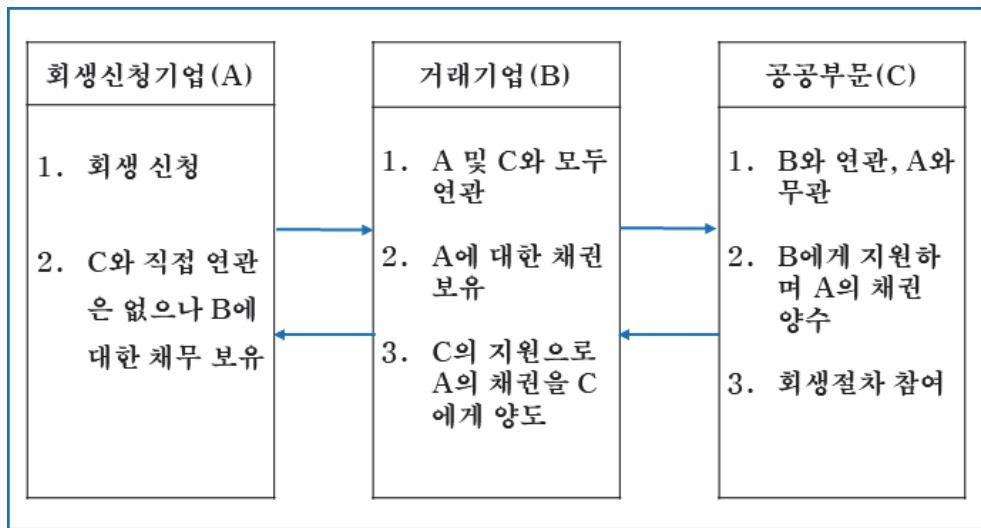
제 2 절 연구대상 및 범위

본 연구는 통합도산법으로서 ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률’이 제정된 2006년부터의 법인회생절차 참여기업을 연구대상으로 삼았다. 종속 변수로서 기업회생(turnaround)이 3년간의 추적 기간을 요구하며, 회생절차 기업은 계속기업으로서 변제를 수행하기 어려운 경우 절차가 폐지되고 회생절차를 통해 조정받은 채무에 대한 기한의 이익이 상실된다. M&A를 통한 회생계획을 제외한 일반적인 회생계획은 매해 12월 30일을 기준으로 변제를 계획하므로 본 연구 시점 전 2019년 말을 기준으로 3년의 기간을 고려해 2017년 인가결정을 받은 기업까지 연구의 대상으로 한다.

양적 자료수집을 통해 회생절차에 참여한 제반 기업들에 대해서 분석한다. 공공부문의 재정지출이 독립변수로서 효율성 판단의 기준이기 때문에 공공부문이 전혀 참여하지 않은 기업회생의 경우 연구 범위에서 제외한다. 다만, 공공부문이 직접 신청기업에 대해서 관계를 맺고 있지 않더라도, 해당 기업의 거래처에 대한 지원을 통해 신청기업에 대한 채권을 양수하게 된다면 공공부문이 간접적으로 절차에 참여하게 된다.[그림 5] 또한 한 기업의 도산은 유관 기업의 경영악화 및 도산을 초래할 수 있는바 공익차원에서 회생신청기업의 채권을 양수한다면 역시 공공부문이 참여하게 된다. [그림 5]를 통해서 볼 때 회생신청기업(A)은 공공부문(C)과 직접적 관계를 갖지 않는다. 그러나 A의 거래기업(B)이 상거래 채권을 보유하고 C가 연쇄도산을 막기 위해서 B를 지원하며 A의 채권을 양수·양도하는 경우 C는 A의 회생절차에 참여하게 된다. 이러한 과정을 통해서 볼 때 공공부문이 직접 회생신청기업에 대해 금융지원을 통해 절차에 참여하지 않더라도 거래기업에 대한 지원을 통해서 채권을 보유하게 되는 경우도 다수 나타날 수 있으므로 공공부문이 배제되는 회생사건의 비중은 높지 않으리라고 추정된다.

본 연구분석의 기초가 되는 신용보증기금의 경우에 1997년부터 신용보험사업을 통해서 기업 간 거래에 있어서 보험가입자가 상대 거래업체의

도산으로 인해서 손해를 입는 경우 보험금을 지급하는 제도를 운영하고 있다. 최근 통계를 볼 때 인수총액과 업체 수가 증가세를 보이며 보험금을 지급하며 채권을 보유하게 되는 사고율도 일정 범위를 유지하고 있다. 따라서 해당 제도를 통해서 공공부문의 간접참여 사례가 지속적으로 나타날 것으로 판단된다.[표 3]



[그림 5] 공공부문의 간접참여 사례

(단위: 억 원, 개, %)

구분	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
인수총액	152,084	162,764	179,873	196,977	201,605
업체 수	10,479	13,629	15,508	15,017	14,368
인수 잔액	33,595	36,482	39,862	42,557	46,997
사고금액	414	621	815	607	752
사고율	1.2	1.7	2.0	1.4	1.6
보험금	454	561	732	574	786

[표 3] 신용보증기금 신용보험 연도별 현황

(출처:신용보증기금 통합정기보고서 재구성)

제 3 절 변수의 측정 및 분석방법

1. 자료의 수집방법

연구대상 기업에 대한 자료는 해당 절차에 참여하고 있는 공공기관이 보유한 자료를 기본으로 법원과 정부 기관의 정보를 함께 활용한다. 특히 공공기관 중 신용보증기금으로부터 자료를 수집하고자 한다. 신용보증기금은 중소기업에 대한 지원을 통해 법인회생절차를 진행한 기업들의 정보를 직·간접적으로 보유하고 있다. 구체적으로 회생 인가결정 여부, 채무면제비율, 구주주의 최종지분율 등 기업의 정보와 회생계획에 대한 자료는 신용보증기금과 법원을 통해 선임된 조사위원의 조사보고서를 통해서 확인한다. 인가 후 기업의 존속 여부에 대한 자료는 신용보증기금이 관리하는 자료와 국세청 등을 통해서 확인한다.

표본 수와 관련해서 김아리(2017)는 205개의 표본을 수집했고, 정창욱 외 2인(2012)은 92개의 표본을 수집했다. 두 연구 모두 서로 다른 기관들로부터 자료를 수집하며 누락된 자료를 정리하고 보완하여 해당 수준의 자료를 수집한 것으로 추정된다. 중소기업을 대상으로 한 다른 연구에서 김종은(2015)은 9,919개의 표본을 수집했다. 해당 연구는 중소기업을 지원하는 신용보증기금의 자료를 통해 연구를 수행하여 많은 표본을 확보할 수 있었던 것으로 추정된다. 연구윤리에 있어서 표본 기업의 업체명과 해당 업체의 회생절차 진행에 대한 공개되지 않은 정보에 대해 관리하고, 기업 내 주주와 임직원 등 개인에 대한 정보를 보호한다면, 신용보증기금의 보유자료는 양과 통합관리를 통한 일관성에서 강점을 가질 것으로 판단된다. 또한, 최근 법원의 전체 법인회생절차의 신규사건 건수와 신용보증기금의 법인회생절차 참여 사건 건수에 대한 통계를 살펴보면 [표 4]와 같은 추이를 확인할 수 있다. 최근 4개년 동안 참여 사건의 비중은 2016년 40.49%에서부터 2019년 49.05%로 꾸준히 상승세를 보이며, 기간 합계의 평균도 45.59%를 보인다. 자료를 통해서 볼 때 신용보

증기금이 참여하는 법인회생 사건은 전체 법원의 법인회생 사건에서 높은 비중을 차지하여 본 연구분석의 기초가 되는 신용보증기금은 회생절차에 있어서 중요한 위치에 있다고 볼 수 있고, 자료도 중요한 상징성을 갖는다고 볼 수 있다.

구분	2016년	2017년	2018년	2019년	기간 평균
전체 법원	936	878	980	1,003	949.25
신용보증기금	379	389	471	492	432.75
비중	40.49%	44.31%	48.06%	49.05%	45.59%

[표 4] 신용보증기금 참여 법인회생 사건의 추이

(출처:대한민국 법원 사법연감 및 신용보증기금 통계자료 재구성)

이러한 내용을 종합하여 신용보증기금의 보유자료를 보면, 신용보증기금이 보유한 2006년 이후의 자료는 3,432건으로 확인되며, 이 가운데 자료의 결손 등을 제외한 기본자료는 1,266건이다. 2017년도까지의 자료 가운데 법원의 인가결정을 받은 358개 기업과 인가결정을 받지 못한 286개 기업을 대상으로 하여 총 644개 기업을 연구 자료로 분석을 수행한다.

2. 인가결정의 주요요소 측면의 분석

본 연구는 먼저 법원의 인가결정 여부(permission)에 영향을 미치는 주요요소에 대해서 분석한다. 인가결정 여부는 인가와 불인가라는 이항 더미의 값을 갖는 종속변수이기 때문에 분석을 위해서 Logistic 모형을 활용한다. 연구의 분석은 개별회생 단위로서 조직 단위를 기준으로 분석하며, 분석을 위해서는 Stata/IC 13 프로그램을 사용했다.

1) 종속변수 : 인가결정 여부

법원을 통한 인가결정 여부(permission)를 종속변수로 활용한다. 법원의 인가결정은 채권자 조의 동의에 따라 가결요건을 갖춘 경우와 일부 채권자 조의 가결요건을 갖추지 못했으나 법원을 통해 강제인가 결정이 이뤄지는 경우가 있으며 두 가지가 과정에 있어서 차이점을 갖는다. 그러나 인가결정의 요소를 분석하는 데 있어서 중요한 점은 회생절차 기업이 인가결정을 얻었는지가 주요 관심사이므로 분석에 있어서 두 가지를 구분하지 않기로 한다. 자료의 출처는 공공기관 신용보증기금이 회생계획안을 통해서 보유하고 있는 정보를 기초로 활용한다.

2) 독립변수 : 채무면제비율, 총부채 규모, 제1금융권 외 부채비율, 담보물의 크기

채무면제비율은 공공부문의 상대적 재정지출 수준을 반영하여 나타낸다. 총부채 규모는 회생계획안에 반영된 회생절차 기업의 부채 규모로서 담보부 채무와 무담보부 채무, 금융기관 채무와 비금융기관 채무, 주채무자로서 부담하는 채무와 보증인으로서 부담하는 채무, 특수관계자에 대한 채무, 조세채무, 공익채무 등을 모두 포함한다. 채무의 규모는 백만원 단위를 기준으로 정리한다. 총부채 규모의 구성 가운데 제1금융권 외 부채비율을 별도의 독립변수로 활용한다. 회생절차 기업의 담보부 채권의 규모를 담보물의 크기를 나타내는 독립변수로 활용한다. 회생절차 기업은 부채가 자산을 초과하고 있어서 보유하고 있는 담보물 가운데 가치를 갖는 것은 모두 채권의 담보가 되어있을 가능성이 매우 크기 때문이다. 자료는 공공기관 신용보증기금이 회생계획안을 통해서 보유하고 있는 정보를 활용한다.

3. 재정지출의 효율성 측면의 분석

본 연구에서는 회생기업의 기업회생(turnaround)여부를 설명하는 요인을 분석하고자 한다. 기업회생은 회생성공과 실패라는 두 가지(binary)의 값을 갖게 된다. 또한, 기업회생을 위해서는 법원의 인가결정이 전제되어야 하므로 표본선택과정에서 있을 수 있는 표본선택편의를 통제할 필요성이 있다. 표본선택편의 조절을 위해서 Heckman의 표본선택모형을 활용하며, 설명변수들이 극단 값에 치중되어있지 않을 것이라는 가정에서 이산선택모형 가운데 잔차의 정규분포를 가정하는 프로빗(Probit)분석을 활용한다. [그림 4]와 (식5)를 기초로 독립변수 채무면제비율의 종속변수 기업회생에 대한 유의성을 확인하며, 조절변수 구주주의 최종지분을 수준에 따라서 유의성이 달라지는지 추가로 확인한다.

1) 종속변수 : 기업회생 여부

기업회생(turnaround)에 대한 조작적 정의는 김언수 외 2인(2003)의 정리를 통해서 살펴볼 때 여러 선행연구가 일정 기간 채무수치의 개선으로 재정의하고 있으며 그 전제조건으로 3년간 존속을 가정하고 있다. 해당 연구를 기초로 “3년간 존속 여부”를 종속변수 기업회생의 판단 기준으로 조작적으로 정의한다. 자료의 출처는 공공기관 신용보증기금이 보유한 정보와 국세청 홈택스(home tax)의 정보, 그리고 인터넷 등기소의 법인 등기부 등본의 정보를 교차 확인하여 활용한다.

2) 독립변수 : 채무면제비율

기업회생(turnaround)에 영향을 줄 수 있는 독립변수로서 채무면제비율(exemption ratio)을 포함한다. 이때 채무면제비율이 기업의 회생계획수행 가능성에 대한 정보뿐만 아니라 법원의 회생계획 인가 여부에 대한 정보를 함께 담으며 나타날 수 있는 표본선택편의(sample selection bias)를 조절할 필요가 있다. 따라서 먼저 Heckman의 표본선택모형을 통해 회생계획 인가 여부(permission)에 대해서 선택모형을 활용해 분석하여 표본선택편의를 통제하고자 한다.

공공재정지출 수준의 지표로 채무면제비율(면제비율 + 출자전환 비율)을 활용한다. Lowi의 정책 유형 가운데 분배정책(distributive policy)은 특정 집단에 혜택이나 서비스를 제공하는 정책이다. 회생절차에서 법원의 인가결정은 확정판결과 같은 효력을 가지며, 인가결정으로 기업의 채무구조는 “전체 채무=현금변제 채무+면제 채무+출자전환 채무”로 변경된다. 현금으로 갚는 부분 외에 면제하거나 주식발행을 통해 출자전환하는 부분¹²⁾은 해당 기업에게 혜택을 주는 분배정책의 일종으로 해석할 수 있다. 기획재정부(2019)도 회생절차에 대한 동의를 기업에 대한 구조조정 정책으로 분류하여 기업의 채무구조에 혜택을 주는 정책으로 보고 있다. 따라서 해당 정책에 따라 혜택이 지급된 “면제 채무+출자전환 채무” 부분은 공공부문의 간접지출로 분류할 수 있다. 한편, 지출 규모를 기준으로 독립변수를 설정하여 분석하는 경우 통제변수에서 총부채 규모를 통해 통제된 기업 규모의 문제가 완전히 제거되지 않을 수 있다. 따라서 간접지출 수준이 전체 채무에서 차지하는 상대적 비율을 기준으로 독립변수를 활용한다. 자료의 출처는 공공기관 신용보증기금이 회생계획안을 통해서 보유하고 있는 정보이다.

12) 회생기업 주식은 주식시장에서 가치가 없어 사실상 면제와 차이가 없다는 것이 대법원의 입장이다.

3) 조절변수 : 구주주의 최종지분율

구주주의 최종지분율(share ratio)을 채무면제비용의 기업회생에 대한 효과에 영향을 주는 조절변수로 포함시킨다. 구주주의 최종지분율에 대해서 중요한 요소가 아니라고 평가한 선행연구도 있으나, 회생 인가결정 이후 지배구조의 변화, 최대주주의 변화, 기존 지배주주 지분의 소각 등이 필수요소라고 보는 것이 지배적인 선행연구의 흐름으로 평가된다.(강경이, 이상원, 2009 ; 양민호, 2015 ; 강선희, 2011) 자료의 수집은 공공기관 신용보증기금이 보유한 회생절차에 대한 정보와 인터넷 등기소의 법인등기부 등본의 정보를 교차 확인하며 수집한다.

4. 공공지출을 통한 지원 대상기업의 선정기준 분석

1) 종속변수 : 기업회생 여부

재정지출의 효율성 분석에 활용한 기업회생 여부가 대상기업의 선정기준에도 종속변수로 활용된다.

2) 통제변수 : 총부채 규모, 담보물 보유 여부, 제1금융권 외 부채비율, 조세 및 공익채권의 비율, 계속기업가치 비율

선행연구의 전략들을 정리하여 공공부문 재정투입의 효율성을 높일 수 있는 요소를 회생신청 전과 후를 기준으로 ①사전적 조건의 변수와 ②사후적 조건의 변수로 구분할 수 있다. 사전적 조건으로는, “총부채 규모(debt size)”의 경우, 김아리(2017)의 연구에서 다른 선행연구를 구체적으로 언급하고 있지 않으나 지속적으로 통제변수로 사용된 값이라고 설명하고 있다. 총부채 규모가 큰 경우 경제 전반에 미치는 영향이 커서 정치·차원의 지원이나 구조조정이 이뤄지는 등 다른 요인이 개입할 가능성이 충분하므로, 회생신청 당시의 총부채 규모를 측정변수로 통제변수

에 포함하고자 한다.

기업의 자산과 청산가치 결정에 중요하게 작용하는 부동산 등 “담보물 보유 여부(security)”, 강준구 외 2인(2004)의 연구를 기초로 신청 전의 기업 재무구조로서 “제1금융권 외 부채비율(non primary ratio)”, 그리고 “조세 및 공익채권의 비율(tax public ratio)”을 추가로 들 수 있다. 공익채권은 임금·퇴직금 및 재해보상금 등과 전기·수도 등의 계속적 공급의무로 인한 청구권 등을 의미한다.¹³⁾ 조세 및 공익채권은 회생절차에서 제1차연도에서 제3차연도 내에 변제를 완료해야 하므로 기업의 초기안정에 부담이 될 수 있다. 부채의 구성에 있어서 시중은행이나 국책은행 등 제1금융권 외의 부채가 많다면 재무구조가 양호하지 않다는 점을 시사할 수 있으며, 높은 수준의 이자 비용을 부담하고 있었을 가능성이 크다.

사후적 조건으로는 법원이 선임한 조사위원 조사보고서상 청산가치 대비 계속기업가치의 비율을 들 수 있다. 조사보고서상 계속기업가치는 향후 기업이 사업을 영위할 때의 가치를 예측하여 현재가치로 환산한 값이며 청산가치는 기업이 보유한 자산을 기초로 현재 상황에서 청산할 때의 가치를 평가한 값이다. 양민호(2015)는 계속기업가치와 청산가치가 미래 예측에 기초한다는 한계가 있다는 점을 지적하면서 주요한 지표라는 점을 아울러 강조하였다. 따라서 “계속기업가치 비율(continuous ratio)”을 청산가치 대비 계속기업가치로 정의할 때 해당 비율이 높은 기업일수록 장래성을 가지는 것으로 볼 수 있다. 자료의 출처는 공공기관 신용보증기금이 회생계획안을 통해서 보유하고 있는 정보를 기초로 하며 계속기업가치 비율의 경우 법원을 통해서 선임된 조사위원의 조사보고서를 기준으로 활용한다.

13) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제179조(공익채권이 되는 청구권)

①다음 각호의 어느 하나에 해당하는 청구권은 공익채권으로 한다.

8. 계속적 공급의무를 부담하는 쌍무계약의 상대방이 회생절차개시신청 후 회생절차개시 전까지 한 공급으로 생긴 청구권

10. 채무자의 근로자의 임금·퇴직금 및 재해보상금

분류	변수	측정	출처
종속 변수	회생인가 (PER)	법원의 인가결정	신용보증기금
	기업회생 (TRN)	인가결정 후 3년간 존속	신용보증기금 국세청 인터넷 등기소 (법인등기)
독립 변수	채무면제비율 (EXE)	$\frac{\text{면제} + \text{출자전환}}{\text{현금변제} + \text{면제} + \text{출자전환}}$	신용보증기금
조절 변수	구주주의 최종지분율 (SHA)	$\frac{\text{구주주 보유 주식지분}}{\text{구주주 보유} + \text{신규발행 지분}}$	신용보증기금 인터넷 등기소 (법인등기)
통제 변수 (사전 조건)	총부채 규모 (DEB)	담보+무담보+금융기관+비금융기관+ 상거래+특수관계인+조세·공익채무	신용보증기금
	담보물 보유 여부 (SEC)	회생계획 상 담보물 보유 여부	신용보증기금
	제1금융권 외 부채비율 (NON)	$1 - \frac{\text{제1금융권 부채규모}}{\text{총부채규모}}$	신용보증기금
	조세 및 공익채권 비율 (TAX)	$\frac{\text{조세 채무} + \text{공익 채무}}{\text{총부채규모}}$	신용보증기금
통제 변수 (사후 조건)	계속기업가치 비율 (CON)	$\frac{\text{계속기업가치}}{\text{청산가치}}$	신용보증기금 조사보고서

[표 5] 변수의 정리

제 4 장 분석 결과 및 논의

제 1 절 기술통계량

(단위 : 개, %, 백만 원)

변수명	N	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median
회생인가 (PER)	644	55.59	0.4973	0	1	-
기업회생 (TRN)	358	62.85	0.4839	0	1	-
채무면제비율 (EXE)	644	64.08	0.2232	0.03	100	67.68
구주주의 최종지분율 (SHA)	358	20.62	0.2429	0	100	12.88
총부채 규모 (DEB)	644	18,708	69188.35	388	1,439,105	5,755
담보물 보유 여부 (SEC)	644	25.93	0.4386	0	1	-
제1금융권 외 부채비율 (NON)	644	53.21	0.2500	0	100	54.28
조세 및 공익채권 비율 (TAX)	644	41.52	0.0597	0	53.10	2.18
계속기업가치 비율 (CON)	358	261	5.2209	0	8,716	163

[표 6] 변수의 기술통계량

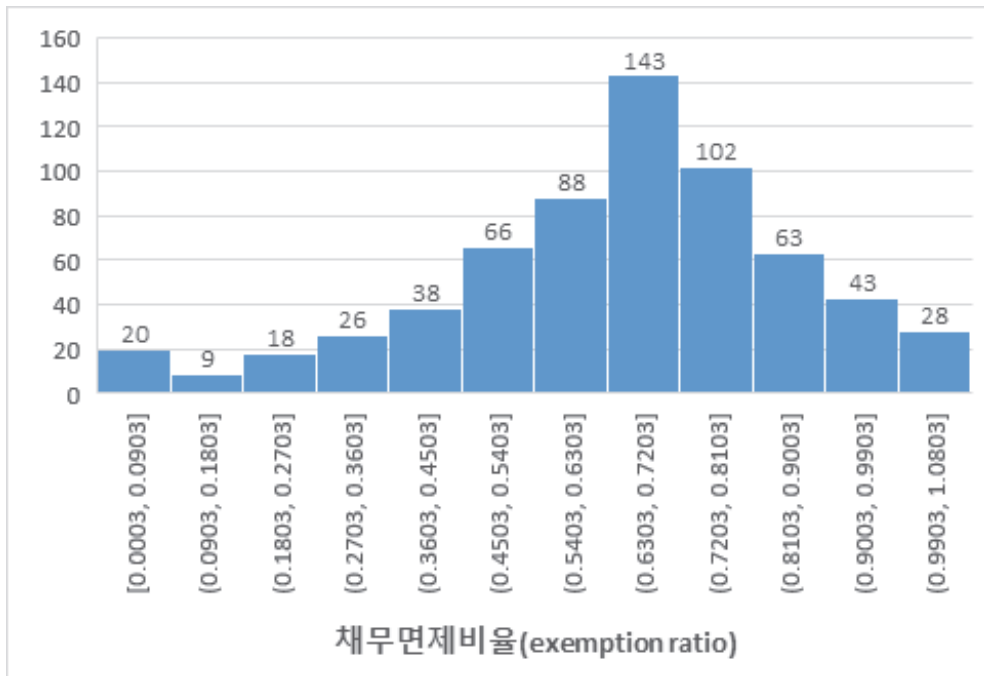
1. 종속변수

본 연구의 종속변수는 회생인가 여부(PER)와 기업회생 여부(TRN) 두 가지로서 연구모형에 따라서 달라진다. 인가 여부의 관측치는 인가결정 기업 358개와 불인가결정 기업 286개를 합한 총 644개이며 기업회생 여부의 관측치는 인가결정 기업 358개로 한정된다. 두 가지 모두 이항 더미 변수로서 1과 0의 값으로 구성되어 최댓값과 최솟값이 각각 1과 0이다. 변수의 평균값을 살펴볼 때 인가결정 여부의 평균은 55.59%이고 기업회생 여부의 평균은 62.85%로 기업회생 여부의 평균이 17%p 정도 높다는 점을 확인할 수 있다. 수치만을 볼 때 회생절차 신청기업의 55.59%가 법원의 인가결정을 받으며, 인가결정을 받은 기업의 62.85%가 기업회생하는 것으로 볼 수도 있다. 다만 두 가지의 평균값을 단순히 수치로 비교하기는 어려울 것이다. 기업회생은 회생 인가결정을 받은 기업만을 대상으로 하여 기업회생에는 회생인가가 전제되어있으므로 전체 회생절차 신청기업을 대상으로 할 때 기업회생의 평균값은 낮아질 가능성이 크다.

2. 독립변수

독립변수 중 채무면제비율은 전체 표본인 644개가 값을 가지고 있다. 채무면제비율의 평균은 64.08%이고 중앙값은 67.68%로서 평균적으로 30%를 전후로 한 면제비율을 회생계획안에 담는다고 볼 수 있다.¹⁴⁾ 아래 [그림 6]을 통해서 볼 때 중앙값 주변을 기준으로 비교적 큰 값과 작은 값이 대칭을 이루고 있는 것을 확인할 수 있다.

14) 현금면제비율 = 100% - 채무면제비율(%)



[그림 6] 채무면제비율 분포

3. 조절변수

조절변수인 구주주의 최종지분율은 인가결정에 따라 100%에서 변화되므로 인가결정을 받은 358개 기업을 표본으로 한다. 구주주의 최종지분율의 평균은 20.62%이고 최솟값은 0%, 최댓값은 100%이고 중앙값은 12.88이다. 회생 인가결정이 있으면 채권자의 권리를 신주발행을 통해 출자전환하여 지분으로 전환하는 과정이 이뤄진다. 또한, 채무자 회생 및 파산에 관한 법률은 임의적 자본감소와 필요적 자본감소를 규정하고 있다.¹⁵⁾ 회생절차에 이르게 된 책임을 제공한 자에 대해서는 3분의 1 이상

15) 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제205조(주식회사 또는 유한회사의 자본감소)

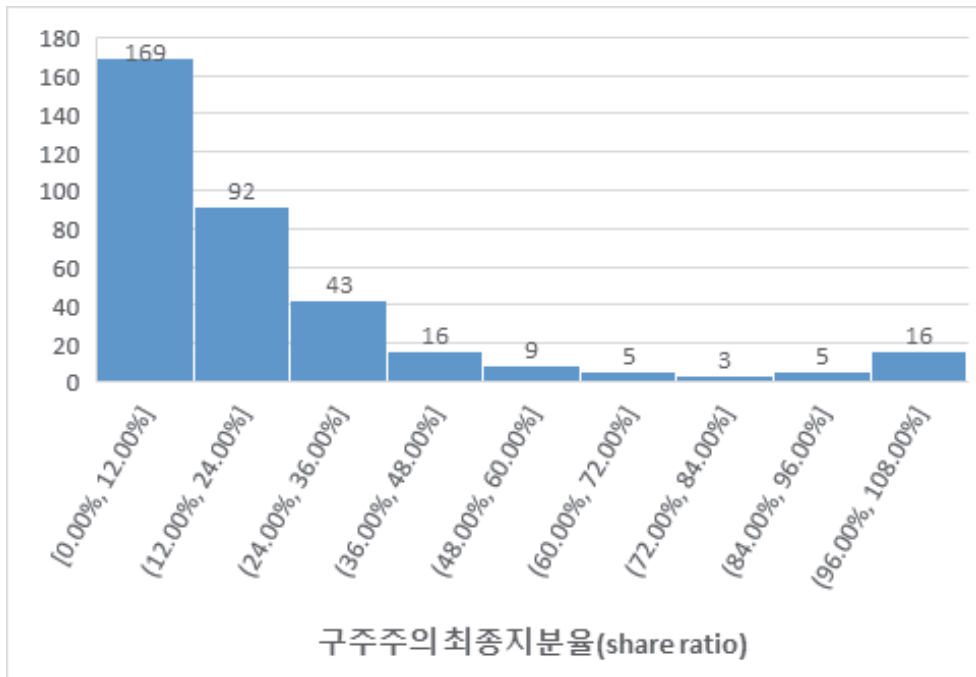
②제1항에 따른 자본감소는 다음 각 호의 사항을 참작하여 정하여야 한다.

1.채무자의 자산 및 부채와 수익능력

의 자본감소를 필요적으로 규정하고 있으며, 개정 전에는 부채가 자본을 초과하는 경우 2분의 1 이상의 감소를 필요적으로 규정했다. 또한, 자본 수준의 적정화를 위해서 임의적 자본감소를 규정한다.

일련의 과정을 통해서 새로운 주주의 지분이 증가하고 구주주의 최종 지분율은 대폭 감소하게 된다. [그림 7]을 통해서 볼 때 구주주의 최종지분율은 0%~12%에 집중된 형태를 나타내고 있으며 중앙값 12.88%를 기준으로 긴 오른쪽 꼬리분포(positively skewed distribution)를 보인다. 구주주의 최종지분율의 최솟값 0%는 인가결정을 통해서 지분이 모두 타인에게 이전된 경우를 의미한다. 이러한 경우는, 구주주의 지분을 모두 특별한 사유로 무상소각하거나, M&A를 포함한 회생계획안을 진행한 경우로 볼 수 있다. M&A를 포함하는 경우는, 사전에 법원의 허가를 받아 신규 자본의 유입을 포함하는 M&A를 진행하여 매각 주간사를 통해 매수자의 투자를 받아 회생 인가결정 이후에 출자전환을 한 채권자의 지분을 무상소각하는 방법을 통해 지분을 모두 새로운 소유자가 보유하게 된 경우이다.

④주식회사인 채무자의 이사나 지배인의 중대한 책임이 있는 행위로 인하여 회생절차개시의 원인이 발생한 때에는 회생계획에 그 행위에 상당한 영향력을 행사한 주주 및 그 친족 그 밖에 대통령령이 정하는 범위의 특수관계에 있는 주주가 가진 주식의 3분의 2 이상을 소각하거나 3주 이상을 1주로 병합하는 방법으로 자본을 감소할 것을 정하여야 한다.



[그림 7] 구주주의 최종지분율의 분포

4. 통제변수

통제변수 중 총부채 규모, 담보물 보유 여부, 제1금융권 외 부채비율, 조세·공익채권비율은 전체 644개 표본이 값을 가지고 있으며, 계속기업 가치 비율은 인가결정을 받은 358개 표본을 대상으로 산출되었다. 인가결정을 받지 못한 기업은 계속기업가치 비율 산출을 위한 조사위원 조사보고서가 작성되지 않는 때도 있으므로 계속기업가치 비율은 인가결정을 받은 기업을 대상으로 분석했다.

총부채 규모의 평균값은 18,708백만 원이며 최솟값은 388백만 원, 최댓값은 1,439,105백만 원이다. 회생절차 참여기업의 부채 규모는 최솟값과 최댓값의 차이를 단순히 수치 비교하더라도 확인할 수 있는 것처럼 매우 다양하며, 이 점은 회생절차 참여기업의 규모와 종류가 다양하다는 점을 시사한다고 볼 수 있다. 담보물 보유 여부는 평균값이 25.93%로 회생절

차 참여기업의 1/4 정도가 담보물을 보유하고 있는 것으로 나타나 높지 않은 수준으로 판단된다. 이외에 제1금융권 외 부채비율의 평균은 53.21%, 조세 및 공익채권 비율의 평균은 41.52% 등을 나타냈다. 계속기업가치 비율은 평균값이 261%로 나타났으며, 계속기업가치가 음(-)의 값을 갖는 경우는 해당 값을 0으로 환산했다. 계속기업가치가 음(-)이라는 것은 현재 상태에서 기업이 자력을 통해 사업을 계속 영위할 수 없다는 것을 의미한다. 이 경우 절차를 폐지하지 않고 계속 진행하여 인가결정을 받은 기업은 외부 투자를 진행했다는 것을 의미하므로 조사보고서상 음(-)의 값을 0으로 환산했다.

제 2 절 상관분석

모형을 구성하는 변수 간 관계를 확인하기 위해 종속변수와 독립변수, 조절변수, 통제변수들의 상관관계를 Pearson 상관계수를 통해서 분석하면 [표7]과 같다.

	PER	TRN	EXE	SHA	DEB	SEC	NON	TAX	CON
PER	1.00								
TRN	.	1.00							
EXE	-0.10 ***	0.05	1.00						
SHA	.	0.20 ***	-0.12 **	1.00					
DEB	0.09 **	0.07	0.01	0.12 **	1.00				
SEC	-0.06	0.07	-0.31 ***	0.10 **	-0.08 **	1.00			
NON	-0.03	-0.10 **	0.01	-0.01	0.09 **	0.10 **	1.00		
TAX	-0.13 ***	-0.05	-0.10 **	0.09	-0.09 **	0.10 **	0.16 ***	1.00	
CON	.	0.01	-0.06	-0.05	-0.04	-0.10 *	0.00	-0.05	1.00

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

PER : 회생 인가결정 여부

TRN : 기업회생 여부

EXE : 채무면제비율

SHA : 구주주의 최종지분율

DEB : 총부채 규모

SEC : 담보물 보유 여부

NON : 제1금융권 외의 부채비율

TAX : 조세 및 공익채권의 비율

CON : 계속기업가치 비율

[표 7] Pearson 상관분석표

종속변수인 회생인가 여부는 채무면제비율, 조세 및 공익채권비율과 각각 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 회생인가 여부는 총부채 규모와는 양(+)의 상관관계를 보였다. 다른 종속변수인 기업회생 여부는 구주주의 최종지분율과 양(+)의 상관관계를 보였으며, 제1금융권 외 부채비율과는 음(-)의 상관관계를 보였다. 독립변수인 채무면제비율은 구주주의 최종지분율, 담보물 보유 여부, 조세 및 공익채권 비율과 각각 음(-)의 상관관계를 나타냈다.

다른 변수들 가운데는 구주주의 최종지분율이 총부채 규모, 담보물의 보유 여부와 양(+)의 상관관계를 나타냈고, 총부채 규모는 담보물 보유 여부와 조세 및 공익채권의 비율과 음(-)의 상관관계를 나타내고, 제1금융권 외의 부채비율과는 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 이외에 담보물 보유 여부는 제1금융권 외 부채비율, 조세 및 공익채권의 비율과 양(+)의 상관관계, 계속기업가치 비율과는 음(-)의 상관관계를 보였으며, 제1금융권 외 부채비율은 조세 및 공익채권의 비율과 양(+)의 상관관계를 보였다. 이외의 변수 간 상관관계는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

상관계수 중 제1금융권 외 부채비율과 계속기업가치 비율의 상관계수 값이 $\text{pwcorr}(\text{NON}, \text{CON})=0.00$ 으로 절대값이 가장 작다. 최대 절대값은 $\text{pwcorr}(\text{SEC}, \text{EXE})=-0.31$ 이고 다른 상관계수 값의 절댓값은 이보다 작아 전반적으로 변수들의 상관관계가 크지 않다고 볼 수 있다. 따라서 Pearson 상관계수를 기준으로 볼 때 변수 간 다중공선성이 존재할 가능성은 작다.

제 3 절 로지스틱 회귀분석

인가결정의 주요요소에 관한 확인을 위해서 인가결정(PER)과 채무면제비율(EXE), 총부채 규모(DEB), 제1금융권 외 부채비율(NON), 담보물 크기(SIZ)의 관계에 대해 로지스틱 회귀분석을 통해 분석한다. 종속변수인 인가결정에 채무면제비율, 총부채 규모, 제1금융권 외 부채비율, 그리고 담보물의 크기가 미치는 영향을 분석하면 [표 8]과 같다. 모형의 통계적 유의성을 나타내는 chi-squared 값이 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 모형이 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다. 다만 모형의 설명력을 말해주는 수정된 R^2 는 0.0223으로 나타나 모형 전체의 설명력은 높지 않은 것으로 보인다.

채무면제비율의 유의성에 관하여 인가기업과 불인가기업 총 644개에 대해 분석한 결과 채무면제비율이 인가결정 여부에 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 확인되었다.($p < 0.01$) 채무면제비율은 회생절차 참여기업의 변제 여력, 자금조달능력을 반영하며 회생절차에 참여한 채권자의 동의 여부에 음(-)의 영향을 미칠 가능성이 크기 때문에 채무면제비율에 따라 법원의 인가결정이 영향을 받는다고 보는 것이 타당할 것이다.

다음으로 총부채 규모의 유의성에 관하여 같은 표본 644개에 대해 분석한 결과 총부채 규모가 인가결정 여부에 유의미한 양(+)의 영향을 주는 것으로 확인되었다.($p < 0.05$) 총부채 규모는 회생절차 참여기업의 재무구조와 기업의 규모를 반영하는 조건으로서 총부채 규모에 따라 법원의 인가결정이 영향을 받는다고 보는 것이 타당할 것이다.

다음으로 제1금융권 외 부채비율의 유의성에 관하여 마찬가지로 표본 644개에 대해서 분석한 결과 제1금융권 외 부채비율이 인가결정 여부에 미치는 영향은 회귀계수의 추정치가 음(-)의 값을 나타냈으나 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한, 담보물의 크기의 유의성에 관하여 같은 표본에 대해 분석한 결과 역시 회귀계수의 추정치는 음(-)의 값으로 나타났으나 인가결정 여부에 대한 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 채무자 회생 및 파산에 관한 법률의

규정에 따를 때, 인가결정에 영향을 미치는 것은 채권자의 동의 여부가 결정적인 요소로 작용하기 때문에, 기업의 재무구조 가운데 부채를 반영하기 위해 설정한 독립변수 제1금융권 외 부채비율이나, 자산을 반영하기 위해 설정한 담보의 크기는 유의하지 않게 나온 것으로 생각해 볼 수 있다.

인가 여부의 결정요소를 분석한 결과 채무면제비율과 총부채 규모가 유의한 것으로 확인되었다. 따라서 Heckman의 표본선택모형 1단계 분석에 있어서 채무면제비율과 총부채 규모를 변수로 활용한다.

분석모형	Logistic Regression	
종속변수	인가결정(PER)	
변수	회귀계수	z 값
채무면제비율 (EXE)	-1.135*** (0.375)	-3.03
총부채 규모 (DEB)	8.750** (3.410)	2.57
제1금융권 외 부채비율 (NON)	-0.465 (0.331)	-1.40
담보물의 크기 (SIZ)	-4.870 (1.080)	-0.05
상수	1.072*** (0.310)	3.45
표본	644	
Prob > chi ²	0.0006***	
Adj R ²	0.0223	

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1, 괄호 안은 s.e.

[표 8] Logistic 분석 결과

제 4 절 Heckman의 표본선택모형 분석

1. 재정지출의 효율성 측면 분석

Heckman의 표본선택모형을 통해서 2단계 분석을 진행했다. 1단계 인가 여부에 대한 분석에서 채무면제비율과 총부채 규모의 p-value가 각각 0.01 미만으로 나타나 표본선택편의를 고려한 Heckman 모형을 통한 분석이 유의한 것으로 확인되었다.

재정지출의 효율성 측면에서 채무면제비율을 독립변수로 설정하고 조절변수인 구주주의 최종지분율을 포함하여 기업회생에 대한 분석을 수행하였다. [표 9]의 분석 결과를 통해서 볼 때, LR test 결과 10% 유의수준에서 Heckman의 표본선택모형을 통한 2단계 분석이 의미가 있는 것으로 확인되었다.($p < 0.1$) 모형의 통계적 유의성을 나타내는 chi-squared 값이 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 모형이 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.

재정지출의 효율성 측면에 대해서 살펴볼 때 모형에서 채무면제비율은 기업회생 여부에 양(+)의 영향을 주는 것으로 회귀계수가 추정되었으나 모형에서 해당 변수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 구주주의 최종지분율은 기업회생 여부에 양(+)의 효과를 주는 것으로 나타났으며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.($p < 0.01$) 구주주의 최종지분율의 조절효과를 반영하는 채무면제비율과 구주주의 최종지분율의 상호작용항은 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났고 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.($p < 0.1$) 세 가지 결과를 종합할 때 구주주의 최종지분율의 채무면제비율에 대한 부정적 조절효과로 인해 채무면제비율의 효과가 감소한 것으로 추론할 수 있다.

분석모형	Selection model (1-step)			Outcome model (2-step)		
변수	희생인가 여부(PER)			기업희생 여부(TRN)		
	계수	s.e.	z 값	계수	s.e.	z 값
구주주의 최종지분율 (SHA)				1.434 ***	0.412	3.48
채무면제비율 (EXE)	-0.746 ***	0.231	-3.23	0.181	0.303	0.60
조절효과 (SHA*EXE)				-1.121 *	0.644	-1.74
총부채 규모 (DEB)	4.470 ***	1.530	2.92	4.350 ***	1.510	2.89
담보물 보유 여부 (SEC)				0.160 **	0.074	2.15
제1금융권 외 부채비율 (NON)				-0.391 ***	0.146	-2.68
조세 및 공익채권 비율 (TAX)				-0.631	0.960	-0.66

계속기업가치 비율 (CON)				0.007 ***	0.000	9.71
상수	0.549 ***	0.154	3.55	-0.556 ***	0.203	-2.75
표본 (선택/미선택)	644(358/286)					
athrho(s.e.)	12.026(16.77)					
Prob > chi ²	0.0000***					
LR test Prob > chi ²	0.0583*					

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

[표 9] Heckman의 표본선택모형 분석 결과

2. 공공지출 지원대상기업 선정기준 분석

Heckman의 표본선택모형을 통한 2단계 분석 결과 가운데 통제변수에 관한 확인을 통해서 공공재정지출을 통한 지원대상기업의 선정기준에 대해서 분석할 수 있다. [표 9]의 분석 결과를 통해서 확인할 때, 통제변수 가운데 총부채 규모(DEB)는 2단계 모형에서 회귀계수의 추정치가 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.(p<0.01) 따라서 총부채 규모는 기업회생에 양(+)의 유의한 영향을 주는 것으로 볼 수 있

다. 담보물 보유 여부(SEC)는 기업회생에 대해서 양(+)의 유의한 영향을 주는 것으로 확인되었다.($p<0.05$) 제1금융권 외 부채비율(NON)은 회귀계수의 추정치가 음(-)의 값을 가져서 기업회생에 대해서 음(-)의 영향을 주며 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.($p<0.01$) 조세 및 공익채권의 비율(TAX)은 회귀계수의 추정치가 음(-)의 값을 갖는 것으로 확인되었지만 모형에서 기업회생에 대한 영향이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인되었다. 계속기업가치 비율(CON)은 회생여부에 미치는 영향이 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의미한 것으로 확인되었다.($p<0.01$)

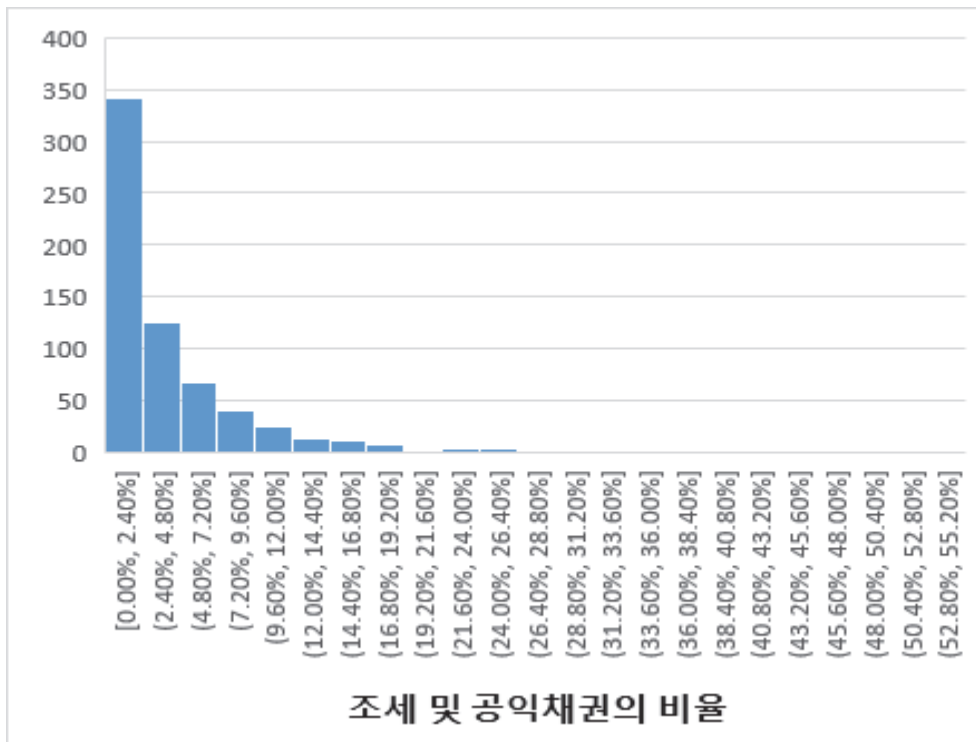
제 5 절 가설검정 결과와 해석

본 연구에서는 법인회생절차에서 공공재정지출의 효율성을 높이기 위한 관점에서 회생절차와 주요요인에 대한 가설을 설정하고 검정하였다. 먼저 법원의 인가결정 여부의 주요요인으로 판단한 채무면제비율과 총부채 규모에 대해서 로지스틱 회귀분석을 통해서 분석하였다. 다음으로 재정지출의 효율성 측면의 분석과 공공지출의 지원대상기업 선정기준 분석을 위해 Heckman의 표본선택모형을 활용해서 분석하였다. 분석에 기초해 가설에 대해 검토하면 다음 [표 10]과 같다.

회생 인가결정의 영향요소와 관련해서 가설 1-1과 가설 1-2가 채택되었으나 가설1-3과 가설1-4는 기각되었다. 회생절차를 통한 채무자에 대한 채무조정이 헌법에서 채권자에게 보장하고 있는 재산권과 충돌할 가능성이 있다는 연구를 간접적으로 지지한다.(가설 1-1)(김용진, 2019) 또한 대마불사라는 비판의 목소리처럼 부채 규모가 큰 회생신청기업의 경우 사회 및 경제적 파급효과와 기업 규모가 갖는 산업 내 입지로 인해서 인가결정에 양(+의 영향을 미친다고 볼 수 있다.(가설1-2) 반면, 법원의 인가결정을 위해서는 채권자의 의사결정이 중요한 요소로 작용하므로 채무상태를 반영하는 변수는 중요한 요인이 아닐 수 있다.(가설1-3, 가설 1-4)

다음으로 먼저 통제변수에 대해서, [표 10]의 채택결과를 통해서 살펴본다. 사전적 조건에 대한 가설 가운데 조세 및 공익채권의 비율 외에는 모두 가설이 채택되었다. 총부채 규모에 관해서는 선행연구들에서 지속적으로 통제변수로 사용된 값으로 확인되었으며, 기업이 채무를 부담하기 위해서는 신용, 기술력, 사업성 등 채무부담능력을 지니고 있어야 하므로 총부채 규모가 크다는 점은 사전적 조건으로서 기업이 채무를 부담할 수 있는 능력을 보유했다는 것을 반영한다.(가설 3-1) 담보물 보유 여부, 제1금융권 외 부채비율은 모두 회생신청기업의 자산 및 부채를 통해 채무상태를 보여주어 기업회생의 가능성을 반영하는 변수가 된다고 볼 수 있다.(가설 3-2, 가설 3-3) 반면 조세 및 공익채권의 비율은 기업

회생에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 확인되었다.(가설 3-4) 분석 대상기업들의 조세 및 공익채권 수준을 통해서 판단할 때 해당 채무의 크기가 절대적으로 크지 않아서 기업의 회생 여부를 좌우할 만한 요인이 되지 않는다고 판단할 수 있다. [표 6]의 기술통계량 분석을 통해서 볼 때 조세 및 공익채권의 비율은 최솟값이 0%이고 최댓값이 53.10%지만 중앙값이 2.18%로 낮은 수준에 치중되어있을 것으로 추정할 수 있다. [그림 8]을 통해서 확인할 수 있는 분포 역시 총부채 규모에 비해서 낮은 비율에 집중되어있다는 점을 확인할 수 있다.



[그림 8] 조세 및 공익채권의 비율 분포

마지막으로 사후적 조건으로 계속기업가치 비율이 높은 기업은 회생 가능성이 큰 것으로 나타났다.(가설4) 계속기업가치 비율은 일반적으로 법원을 통해 선임된 조사위원을 통해 산출되며 양민호(2015) 등에 따른

때 계속기업가치는 기업이 장래성을 가지고 있다는 것을 반영하기 때문에 사업을 영위하여 회생할 가능성이 크다는 점을 말해준다.

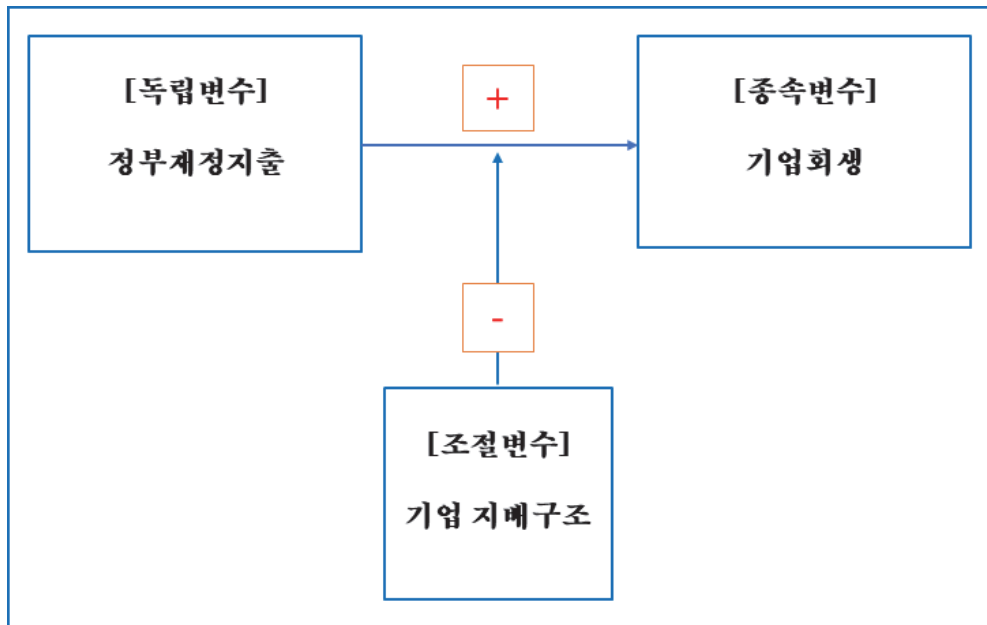
구분	내용	채택 여부
가설 1-1	공공부문의 재정지출이 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 작아질 것이다.	여
가설 1-2	총부채 규모가 증가하면 회생 인가결정을 내릴 가능성이 커질 것이다.	여
가설 1-3	제1금융권 외 부채비율이 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 작아질 것이다.	부
가설 1-4	담보물의 크기가 증가하면 법원이 회생 인가결정을 내릴 가능성이 커질 것이다.	부
가설 2-1	공공부문의 재정지출이 증가하면 기업회생에 성공할 가능성이 커질 것이다.	부
가설 2-2	주주들의 최종지분율은 공공부문의 재정지출이 기업회생에 미치는 긍정적 영향을 반감시킬 것이다.	여
가설 3-1	(사전적 조건) 회생신청 당시 총부채 규모가 클수록 기업회생 가능성이 커질 것이다.	여
가설 3-2	(사전적 조건) 회생신청 당시 담보물을 보유하는 경우 기업회생 가능성이 커질 것이다.	여

가설 3-3	(사전적 조건) 회생신청 당시 제1금융권 외 부채비율이 높을수록 기업회생 가능성이 작아질 것이다.	여
가설 3-4	(사전적 조건) 회생신청 당시 조세·공익채권비율이 높을수록 기업회생 가능성은 작아질 것이다.	부
가설 4	(사후적 조건) 계속기업가치 비율이 높을수록 기업회생 가능성이 커질 것이다.	여

[표 10] 연구가설과 채택여부의 판정

공공부문의 재정지출 수준과 관련된 가설 2-1과 가설 2-2의 결과와 채택 여부에 대해서 조금 더 자세히 확인하여 재정지출의 방향성을 확인해보도록 한다. Heckman의 모형을 통해서 분석한 결과 공공부문의 재정지출 수준을 반영하는 채무면제비율의 회귀계수 추정치가 양(+)의 값을 갖는 것으로 나왔으나, 해당 계수가 모형에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.(가설 2-1) 반면 조절효과를 의미하는 구주주의 최종지분율은 회귀계수가 양(+)의 값을 갖는 것으로 추정되었고 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.(가설 2-2) 마지막으로 조절효과를 의미하는 상호작용항은 음(-)의 값을 가지며 유의한 것으로 분석되었다.

세 가지 결과를 종합할 때 구주주의 최종지분율의 채무면제비율에 대한 부정적 조절효과로 인해 채무면제비율의 효과가 감소한 것으로 추론할 수 있다. [그림 9]와 같이 독립변수인 정부재정지출은 종속변수 기업회생에 긍정적인 효과를 주고 있으나, 조절변수의 영향으로 해당 효과가 반감되며 전체 효과는 유의하지 않은 모습으로 나타날 수 있다.



[그림 9] 가설2 채택결과 분석

분석 결과에 대해서 수식을 통해서 다음과 같이 확인할 수도 있다.

$$(식6) \quad TRN_i = \beta_0 + \beta_1 EXE_i + \beta_2 SHA_i + \beta_3 EXE_i \cdot SHA_i + \beta_4 DEB_i \\ + \beta_5 SEC_i + \beta_6 NON_i + \beta_8 TAX_i + \beta_9 CON_i + \epsilon_i$$

단, TRN_i : i 기업의 기업회생 여부, $TRN_i=1$ if 기업회생
 EXE_i : i 기업의 채무면제비율
 SHA_i : i 기업의 구주주의 최종지분율
 $EXE_i \cdot SHA_i$: i 기업의 구주주의 최종지분율의 채무면제비율에 대한 조절효과
 DEB_i : i 기업의 총부채 규모
 SEC_i : i 기업의 담보물 보유 여부
 NON_i : i 기업의 제1금융권 외의 부채비율
 TAX_i : i 기업의 조세 및 공익채권의 비율
 CON_i : i 기업의 계속기업가치 비율
 $\epsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$

연구모형 설정 단계에서 Heckman의 1단계 모형을 기초로 설정한 기업회생과 여러 변수 간의 관계는 (식6)과 같았다. 회귀계수에 대한 추정 결과를 반영하면 (식6)은 다음과 같이 바꿀 수 있다.

$$(식6-1) \quad TRN_i = - 0.556 + 0.181EXE_i + 1.434SHA_i - 1.121EXE_i \cdot \\ SHA_i + 4.350DEB_i + 0.160SEC_i - 0.391NON_i \\ - 0.631TAX_i + 0.007CON_i + \varepsilon_i$$

분석을 위해서 가설 2와 관련된 채무면제비율, 구주주의 최종지분율, 상호작용항 외의 변수들을 ETC_i로 통칭한다.

$$TRN_i = - 0.556 + 0.181EXE_i + 1.434SHA_i - 1.121EXE_i \cdot SHA_i \\ + ETC_i + \varepsilon_i$$

다시 채무면제비율을 기준으로 정리하면 다음과 같이 조절효과의 크기를 구체적으로 나타낼 수 있다.

$$TRN_i = - 0.556 + 1.434SHA_i + (0.181 - 1.121SHA_i) \times EXE_i \\ + ETC_i + \varepsilon_i$$

$$(식6-2) \quad TRN_i = - 0.556 + 1.434SHA_i + 1.121(\frac{0.181}{1.121} - 1.121SHA_i) \\ \times EXE_i + ETC_i + \varepsilon_i$$

(식6-2)는 추정모형에 회귀계수의 추정치를 넣은 모형을 변형한 것이다. 구주주의 최종지분율(SHA)의 크기가 0.161(≡ $\frac{0.181}{1.121}$)보다 작은 경우에는 구주주의 최종지분율(SHA)의 조절효과를 통해 채무면제비율(EXE)이 회생여부에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 그러나 구주주의 최종지분율(SHA)이 0.161보다 큰 경우에는 채무면제비율(EXE)이 회생여부에 부정적인 영향을 미칠 것으로 수식을 통해 확인할 수 있다. 기술통계분석

에서 구주주의 최종지분율(SHA)의 중앙값이 0.129로 나타났으며 0.161을 기준으로 구주주의 최종지분율(SHA)은 비교적 비슷하게 분포하고 있을 것으로 추론할 수 있다.

종합하면 구주주의 최종지분율 수준이 낮아 조절효과가 약한 경우의 채무면제비율 효과와 구주주의 최종지분율 수준이 높아 조절효과가 강하게 나타나는 경우의 채무면제비율 효과가 서로 반대 방향으로 작용하며 채무면제비율이 유의하지 않은 것으로 나타난다고 추론할 수 있다.

제 5 장 결론

제 1 절 연구의 요약

공공부문이 참여한 회생절차 기업에 대해서 인가 여부에 영향을 미치는 요인과 지원기업의 회생 여부를 통한 공공부문 재정지출의 효율성에 대한 분석, 그리고 지원대상기업의 특성과 회생여부에 대한 분석을 수행했다.

인가 여부에 영향을 미치는 요인으로는 공공부문의 재정지출 수준을 반영하는 채무면제비율과 총부채 규모가 법원의 인가결정과 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났다. 채무면제비율은 인가결정 여부에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인되었고 총부채 규모는 반대로 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 반면, 기업의 부채와 자산을 반영하는 제1금융권 외 부채비율과 담보물의 크기는 인가 여부에 미치는 영향이 유의하지 않은 것으로 나타났다. 공공부문은 회생 인가결정과 관련된 의사표시에 있어서 채무면제비율과 총부채 규모를 중요한 요소로 고려할 필요가 있을 것이다.

채무면제비율과 회생여부에 대한 분석에 있어서, 구주주의 최종지분율의 조절효과로 인해서 채무면제비율의 효과가 유의하지 않게 나타나는 것으로 판단되었다. 공공 재정지출을 반영하는 채무면제비율의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않게 산출되며 법인회생절차를 통해서 기업회생을 지원하는 것이 효율적인지에 대해서 더 구체적으로 확인해볼 필요가 생겼다. 구주주의 최종지분율은 기업의 주식 병합 및 재병합비율에 크게 영향을 받는다. 강경이·이상원(2009), 양민호(2015) 등의 선행연구에 기초할 때 공공부문은 구주주의 최종지분율에 유의하여 지나치게 높은 수준이 되지 않도록 의사를 표시할 필요가 있을 것이다.

지원대상기업의 선정과 관련해서는, 사전적 조건으로서 총부채 규모,

담보물 보유 여부, 제1금융권 외 부채비율, 계속기업가치 비율이 유의미한 영향을 주는 것으로 나타났다. 공공부문은 지원대상기업의 결정에 있어서 해당 변수들의 수준을 고려해서 의사를 결정할 필요가 있을 것이다.

제 2 절 정책적 시사점 및 한계

1. 정책적 시사점

회생절차에 대한 공공부문 재정지출의 효율성을 확인하기 위한 본 연구는 먼저 채무면제비율이 법원의 인가결정에 영향을 줄 수 있다는 점을 확인할 수 있었다. 최근 채무면제비율 외의 요인들을 고려하기 위한 공공부문의 움직임이 나타나고 있으나 채무면제비율은 법원의 인가결정과 음(-)의 관계를 보여서 여전히 중요한 요인으로 작용하고 있다고 볼 수 있다. 이는 회생절차에는 공공부문 외 금융기관이나 상거래채권자도 참여하고 있으며, 채권자의 희생이 있어야 하는 회생절차에서 높은 채무면제비율에 대해서 보다 신중한 고려가 이뤄질 수밖에 없기 때문이라고 판단된다.

회생 여부와 관련해서 공공부문 재정지출의 효율성이 구주주의 최종지분율에 따른 조절효과로 제한되는 것으로 분석되었다. 채무면제비율이 기업회생에 미치는 영향이 유의하지 않다는 결과는 선행연구 및 회생절차를 통한 채무조정의 효과와 논리적으로 간격이 존재한다. 회생절차를 진행하는 기업이 채무면제 부분을 통해서 경제적·상법상 채무면제의 이익을 얻는다는 선행연구의 결과들과 상반된다.(김완석, 정지선, 2010) 분석 내용을 수식과 자료의 구성을 통해서 확인할 때 채무면제비율에 대한 구주주의 최종지분율의 서로 다른 조절효과가 상반되게 작용하며 채무면제를 통한 재정지출의 유의성이 반감된 것처럼 보일 수 있다는 판단을 하게 되었다. 즉 상호작용항의 회귀계수와 채무면제비율항의 회귀계수의 비율을 기준으로, 구주주의 최종지분율이 이보다 높은 경우 채무면제비율이 미치는 효과가 회생여부에 부정적으로 나타나고, 반대의 경우 긍정적으로 나타나며 두 효과가 상계될 가능성이 확인되었다.

김아리(2017), 송신근 외 2인(2014) 등은 기업의 회생 전략으로 구조개선과 경영자의 교체가 중요한 요인이라고 지적했으며, 강경이·이상원(2009)은 소유집중도의 변화를 중요한 요인으로 언급했다. 조절변수로서

구주주의 최종지분율이 높은 경우에는 기업의 구조개선에 제한이 따를 수 있으며 소유집중의 문제도 해소되기 어려울 수 있다. 인가결정 이후 가까운 시일 내에 관리를 종결하는 최근 법원의 움직임은 볼 때, 구주주의 지분율이 높을수록 주주총회의 안전 처리가 영향을 받을 수 있으며 지배구조개선을 달성하기는 어려워질 가능성이 크다. 우리나라는 통합도산법 제정 이후 미국의 기존 경영자 관리인 원칙(DIP 제도)을 수용하여 기존 대표자에게 경영을 맡기고 있으며 이러한 움직임은 경영진 교체에 따른 위험을 줄이기 위한 움직임으로 판단된다. 그러나 이러한 움직임과 별도로 소유 및 지배구조의 개선을 이루기 위해서 노력할 필요가 있으며, 이렇게 할 때 공공부문 재정지출의 효율성도 높일 수 있다고 판단된다.

공공부문의 재정지출 대상기업의 선정과 관련하여 공공부문은 채무면제비용 외에 기업의 사전적·사후적 조건들을 함께 고려해 종합적으로 의사결정을 추진할 필요가 있다. 실증분석에서 나타난 것처럼 여러 통제변수가 회생여부에 영향을 주는 변수로서 다양하게 기능하고 있다. 따라서 공공부문은 지원대상의 선정에 있어서 해당 변수들과 본 연구에서 다루지 않은 변수들까지 종합적으로 고려하여 대상을 선정하고 지원할 필요가 있을 것이다.

2. 연구의 한계 및 향후 연구과제

본 연구의 한계는 다음과 같이 요약할 수 있다.

첫 번째, 연구대상의 선정과 자료수집에 있어서 총 644개의 자료를 활용하였으나, 회생 인가기업과 불인가기업으로 나눌 때 358개와 286개로써 표본의 수를 향후 확대할 필요가 있다. 또한, 자료의 수집이 신용보증기금이 참여한 기업에 집중되어있으므로 향후 다양한 정책금융기관의 자료를 통해 분석대상을 다양화할 필요가 있을 것이다. 특히 신용보증기금은 신용보증기금법에 따라 주요 정책대상으로 중소기업에 집중하고 있으므로 상대적으로 대기업의 사례에 대한 분석이 부족할 수 있다.

두 번째, 2017년까지의 기업들을 대상으로 표본을 수집하였으나 표본 수집에 있어서 다음과 같은 한계가 있을 수 있다. 기업회생에 대한 조작적 정의에 있어서 3년을 기준으로 하였기 때문에 대상 기간이 2017년 이전으로 제한되었으나, 회생절차의 변화가 급격히 이뤄지고 있는 것은 2017년 서울회생법원이 개원한 이후라고 볼 수 있다. 따라서 회생절차와 관련된 공공부문의 최근 변화까지 반영하기 위해서는 최근의 자료를 반영하는 방안을 고민해야 할 것이다. 또한, 기업회생의 정의에 있어서 3년간 존속 여부를 기준으로 하는 경우, 회생인가 이후 기업의 영업 및 재무상태 등을 반영한 연구를 수행하기 어려운 한계가 있다. 따라서 관련 선행연구들에 근거하여 기업의 상황 변화를 반영할 수 있는 모형을 추가할 필요가 있다고 판단된다.

세 번째, 본 연구는 연구모형 설계에 있어서 표본선택편의에 대해서 통제하기 위한 장치를 마련했으나 통제에 있어서 한계를 가질 수 있다. 일련의 단계로 진행되는 회생절차의 특성상 표본선택편의의 가능성이 있다는 점을 고려해 본 연구는 Heckman의 표본선택모형을 적용하여 분석을 수행했다. 분석 결과, 재정지출수준에 대한 분석에서 확인한 것처럼 채무면제비용의 효과를 직접 확인하기 어려웠다. 이러한 결과는 표본선택편의에 대한 추가 확인과 통제 필요성을 시사한다고 볼 수도 있을 것이다. 앞으로는 대상 표본의 선정과 표본선택편의의 문제에 착안하여 다른 공공기관의 자료를 추가하여 채무면제비용 분석 결과에 관한 확인을 통해 표본선택편의에 대한 추가 고려를 통해서 연구를 진행할 필요가 있을 것이다.

연구의 이러한 한계들을 고려하여 기업회생에 있어서 재정지출의 효율성을 높이기 위한 연구가 뒤따라기를 기대한다.

참 고 문 헌

<학술논문>

- 강경이, 이상원. (2009). 회생절차종결기업의 단기성과와 성과요인의 분석. 대한경영학회지, 22(5). 2851-2872.
- 강동수. (2004). 이산선택모형을 이용한 워크아웃기업의 회생요인 분석. KDI한국개발연구, 26(1), 71-104.
- 강선호. (2011). 회생절차상 지배적 출자자지분의 강제소각. 동아법학, (53), 591-617.
- 강준구, 나현승, 이인무. (2004). 영업성과 악화에 따른 기업의 대응방식과 이후의 성과. 재무연구, 17(2), 1-40.
- 김성용, 오수근. (2011). 도산법에 대한 법경제학적 고찰. 법경제학연구, 8(1), 123-168.
- 김아리. (2017). 회생 전략이 기업의 회생에 미치는 영향에 대한 실증분석. 대한경영학회 춘계학술대회. pp530-547.
- 김언수, 조명현, 박상준. (2003). 기업회생 과정의 추적연구. 경영학연구, 32(1), 23-58.
- 김완석, 정지선. (2010). 기업의 도산 관련 조세제도에 관한 연구. 한국조세재정연구원.
- 김용진. (2019). 회생 및 파산 절차에서 헌법상 재산권 보장. 저스티스, (170-2), 600-638.
- 김종은. (2015). 창업기업의 부실에 영향을 미치는 요인에 관한 실증연구 : 청년창업기업을 중심으로. 서울대학교 행정대학원 석사학위 논문.
- 김현준. (2008). 우리나라 지방정부의 재정지출 효율성에 관한 연구 : 재정지출이 주택가격에 미치는 영향을 중심으로. 서울대학교 환경대학원 석사학위 논문.

- 문광민. (2015). 사회복지지출의 효율성은 중요한가. 한국사회와 행정연구, 26(1), 27-52.
- 박성훈, 최승욱. (2019) 회생기업의 회생절차 전후 이익조정. 경영학연구, 48(6), 1485-1513.
- 박승두, 안청현. (2018). 기업회생제도에 관한 한국과 미국의 비교연구. 법학논총, 35(3), 253-287.
- 박태우. (2016). 국책은행 자본확충 이슈 점검 : 자본확충 방안별 실효성 검토 및 채권시장 영향. 삼성증권.
- 백숙중. (2017). 회생절차에서 M&A의 효율적 활용. 법조, 725, 237-279.
- 서영석. (2010) 상담심리 연구에서 매개효과와 조절효과 검증. 한국심리학회지:상담 및 심리치료, 22(4), 1147-1168.
- 송신근, 권영국, 원지영. (2014). 부실기업의 회생노력이 회생성과에 미치는 영향. 국제회계연구, 58, 488-502.
- 송호신, 윤창술. (2011). 부실기업의 회생에 관한 법제의 검토. 법학연구, 19(3), 89-118.
- 신기철. (2013). 중소기업 정책자금 대출을 위한 의사결정의 정확률 추정에 대한 연구. 행정논총, 51(2), 209-227.
- 신수연. (2010). 회생절차의 처리현황과 소요기간. 「회생법학」, 1: 129-171.
- 신호인. (2012). 로지스틱 회귀분석을 이용한 무력도발 예측모형. 서울대학교 대학원 석사학위 논문.
- 양민호. (2015). 도산법의 몇 가지 현안과 최근 동향. 저스티스, 491-495.
- 예민규, 이상경. (2011) 표본선택 이변량프로빗모형을 이용한 오피스 투자 결정요인 분석. 국토계획, 46(5), 331-340.
- 오수근. (2005). 채무자회생 및 파산에 관한 법률 제정배경 및 주요 내용. 법조, 584. 19-62.
- _____. (2005). 회사정리계획의 수행에 관한 실증적 연구. 기업법연구, 19(4), 403-424.
- 유해용. (2010). 통합도산법 시행 이후 한국의 기업회생 실무와 쟁점. 법

- 조, 641, 82-132.
- 정준영. (2017). 주요 국가의 도산제도 현황. 법조, 725, 383-482.
- 정창욱, 김창호, 이호욱. (2012). 기업의 회생 전략이 회생 성과에 미치는 영향에 대한 연구. 전략경영연구, 15(2), 59-80.
- 조영일, 김지현, 한우리, 조유정. (2015) 임상 연구에서 조절효과 및 매개 효과의 비교 및 통합 : 개념의 정의 및 통계 모형. 한국심리학회지:임상, 34(4), 1113-1131.
- 조장식, (2017). Heckman의 표본선택모형을 이용한 대출자의 임금결정요인 분석. 한국데이터정보과학회지, 28(5), 1099-1107.
- 최효중, 김남성. (2014). 기업구조조정촉진법과 회생절차. BFL, 64, 28-41.
- 허명순. (2001). 조세와 공공서비스의 수준이 주택가격에 미친 영향. 한국행정학보, 35(4), 179-200.
- Barker, Vincent L., Mark A. Mone. (1994). Retrenchment: cause of turnaround or consequence of decline?. Strategic management journal, Vol.15(5), pp395-405.
- Baron, Reuben M., David A. Kenny. (1986). The moderator - mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. Journal of personality and social psychology, Vol.51(6), p1173.
- Gujarati, Porter, and Porter, Dawn C. (2009). Basic Econometrics. McCrawHill
- Hambrick, Donald C., Steven M. Schecter. (1983). Turnaround strategies for mature industrial-product business units. Academy of management journal, Vol.26(2), pp231-248.
- Hatry, Harry P. (1980). Productivity and Motivation: A Review of State and Local Government Initiatives. Washington, D.C. An Urban Institute Press.

- Heckman, James. (1979). Sample Selection Bias as a Specification Error. *Econometrica*, Vol.47(1), pp153-161.
- Lowi, T. (1972), Four Systems of Policy, Politics, and Choice. *Public Administration Review*, Vol.32(4), pp298-310.
- Rogers, Steve. (1990). *Performance Management in Local Government*. London: Longman.
- Schendel, Dan, George Richard Patton, James Riggs. (1976). Corporate turnaround strategies: A study of profit decline and recovery. *Journal of general management*, Vol.3(3), pp3-11.
- Schick, Allen. (1998). *A Contemporary Approach to Public Expenditure Management*. Washington, D.C. The World Bank.

<정책보고서 및 기타자료>

- 국회예산정책처. 「은행형 금융공공기관의 정책금융 사업 분석:한국산업은행, 한국수출입은행을 중심으로」. (2017).
- _____. 「2019 대한민국 재정」. (2019).
- 기획재정부. 「2020년 경제정책방향, 관계부처 합동」. (2019).
- 대한민국 법원. 「2015 사법연감」. (2015).
- _____. 「2016 사법연감」. (2016).
- _____. 「2017 사법연감」. (2017).
- _____. 「2018 사법연감」. (2018).
- _____. 「2019 사법연감」. (2019).
- 서울중앙지방법원 파산부 실무연구회. 「회생사건실무(상)(하)」. 서울 : 박영사. (2008).
- 신용보증기금. 「통합 정기공시 보고서」. (2015).
- _____. 「통합 정기공시 보고서」. (2016).
- _____. 「통합 정기공시 보고서」. (2017).

_____. 「통합 정기공시 보고서」. (2018).

_____. 「통합 정기공시 보고서」. (2019).

이준구. 「재정학 [제4판]」. 서울 : 다산출판사. (2011).

하연섭. 「정부예산과 재무행정 [제2판]」. 서울 : 다산출판사. (2014).

<언론보도>

“금융위 회생기업 M&A 뎀 채권매각 보류” (2019.05.13. 한국경제)

“‘세일즈앤리스백’제도 본격 시동..T기업 ‘첫 지원’” (2015.05.17. 이데일리)

“신용보증기금, 유니콘 기업 육성한다...미래혁신 계획 수립” (2019.06.04. 뉴스토마토)

“신용보증기금-서울회생법원, ‘회생기업 M&A 활성화 MOU’” (2019.11.08. 국민일보)

“年400억 회생지원 DIP전문회사 출범...기업구조혁신펀드 2조원으로 확대” (2019.11.18. 파이낸셜뉴스)

“자산관리공사, 캠프기업지원금융으로 회생기업 정상화 지원 시작”, (2019.11.27. BusinessPost)

“현금변제율 전결권 15~25%로 낮춘다” (2019.05.23. 건설경제신문)

“회생 중소벤처기업에 600억 규모 자금보증 지원 실시” (2020.03.24. 연합뉴스)

Abstract

A Study on the Performance of Corporate Turnaround through Corporate Turnaround Procedure

**- Focusing on the efficiency of fiscal
spending -**

Chung Jun Seok

The Graduate School of Public Administraion
Seoul National University

The purpose of this study is to present a new direction to increase the efficiency of fiscal spending on corporate rehabilitation procedures as a restructuring procedure through the courts.

In recent years, the demand for rehabilitation procedures through the courts has been increasing. In this research, I analyzed the performance of corporate rehabilitation in terms of the efficiency of fiscal spending by utilizing data from the Korea Credit Guarantee Fund. First, this research studied the factors affecting the court's decision on accreditation. Second, using the data on the debt relief ratio of companies, I investigated the efficiency of public sector expenditure. Lastly, the appropriate selection of the supported entities

was also examined through an analysis of the recovering entities.

For methods, this research employed logistic regressions because the main dependent variables of the analyses—the court’s decision on accreditation and corporate turnaround—are binary variables. In addition, considering that restructuring procedures through courts are carried out through a series of stages, this research used Heckman’s sample selection model to avoid the possibility of sample selection biases. The main results are as follows: court decisions are positively affected by lower debt relief ratios and larger total liabilities. In the analysis of corporate turnaround of public expenditure, I found that the effect of public expenditure on corporate turnaround depends on the final share ratio of the old shareholders. To be specific, depending on the size of the final share ratio of the old shareholders, the effect of the public expenditure on the recovery of corporation might be negative or even non-significant. On the other hand, 1) the total amount of debt, 2) holding of collateral, 3) debt ratio other than the primary financial sector, and 4) the continuing corporate value ratio in selecting the companies showed statistically significant effects on the recovery.

This research advances the literature on corporation turnaround by tracking and analyzing the effects of turnaround procedures through courts with over 10 years of data sets. Also, this research goes beyond prior work by studying the efficiency of government expenditure empirically in the context of corporate turnaround. I expect that the findings of this research will encourage the government to be interested in the impact of fiscal spending on turnaround procedures and to prepare new policy directions to improve fiscal efficiency.

The research has some limitations. Because of the problem of data

collection, this research could not control all possible variables and also could not fully avoid the sample selection bias. I hope that future research will overcome these limitations by testing with new data sets from diverse sources. I also wish for further studies on government expenditure effect on corporate turnaround, through additional analysis on sample selection problem and moderating effect.

keywords : Corporate turnaround procedures,
Corporate turnaround, Fiscal spending, Efficiency,
Debt relief gains, Heckman sample selection model

Student Number : 2018-22715